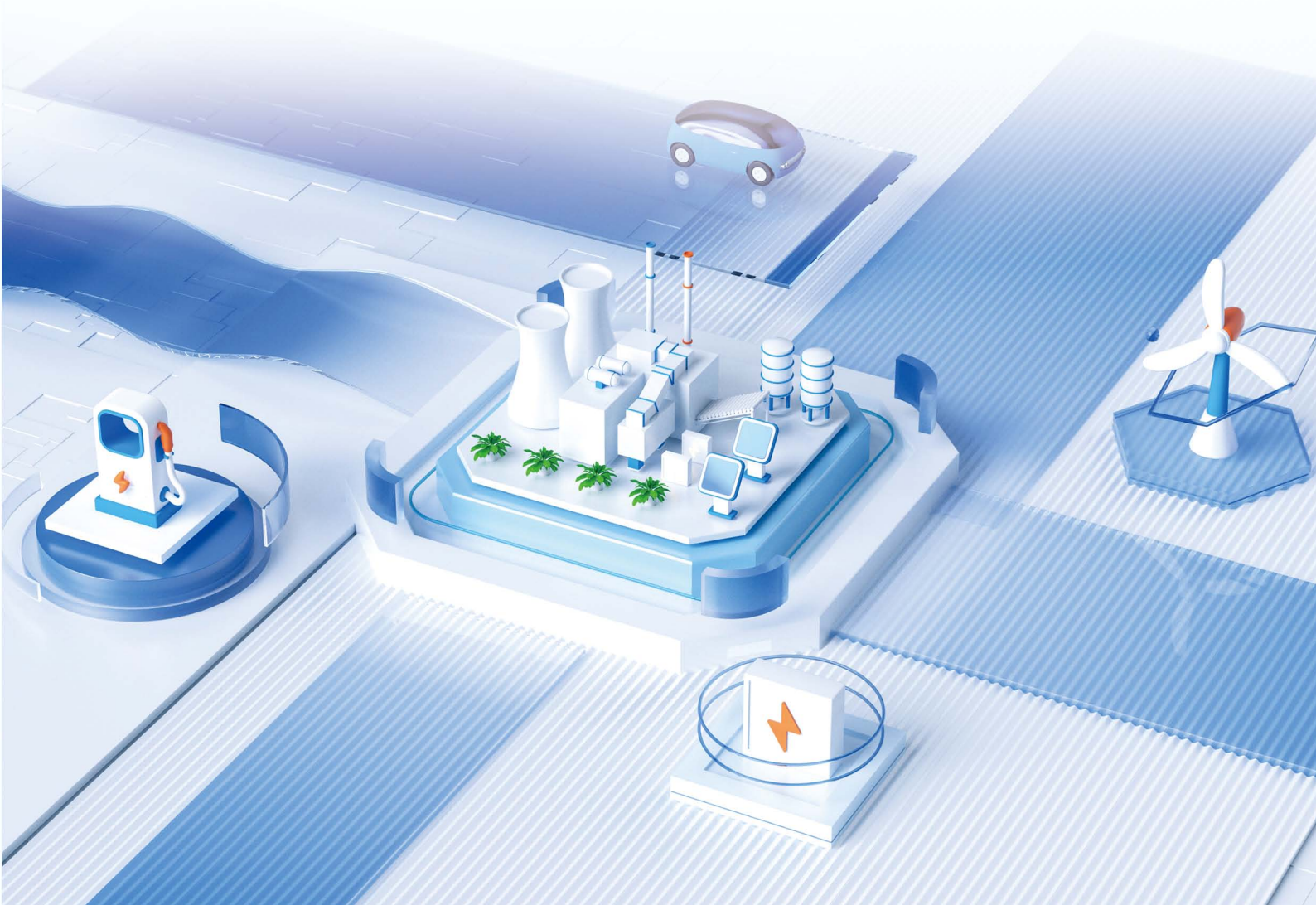


私募股权投资基金投后管理研究报告

北京基金小镇研究院 编著

二〇二五年五月



本报告版权归北京基金小镇研究院及全体参编团队所有，复制、引用请注明出处。

编者团队

北京基金小镇研究院	李晓慧 杨晨茁 曹丽媛 张玉婷
毕马威中国	陈亚丽 陶进伟 牛怡然 万谦及团队成员
北京大成律师事务所	李寿双 张颖 谭正华 陈轶琛 陶婷 刘昊
北京市道可特律师事务所	乔兆姝 张婷 罗远 关欣然 郭毅佳 别依乐·马曼

参编单位

上海股权托管交易中心
金牛研究院
鼎晖投资
君联资本
盛世投资
泓创资本
锦秋基金

（以上排名不分先后）

感谢各单位在资源、技术、协调等方面提供的帮助，谨此致谢！

了解更多关于北京基金小镇的服务、愿景及相关活动，敬请访问

<https://www.beijingfundtown.com/>

前言

创业投资，能够精准匹配科技创新高风险、高投入、高回报、长周期的“三高一长”特征，对企业提升创新能力，发挥资金支持、技术筛选、增值服务等具有积极作用。创业投资区别于套利型财务投资的核心之一，就是通过赋能型投后管理与企业共同创造价值。

投资圈内的共识认知是，这样一个高度同质化的行业里，“投后”是最能体现一家基金之于创业者的差异化之一。2024年4月，中共中央政治局会议指出：“要积极发展风险投资，壮大耐心资本。”在长周期的投资过程，如何优雅而积极地“陪跑”（投后管理），是一个非常值得总结研究的问题。

私募股权投资基金行业发展到今天，基金存量规模已经超过14万亿元。在庞大的存量规模之下，基金的投后管理及退出也日益成为私募基金行业发展的关键。不管是管理人还是投资人，不管是国有性质投资主体还是市场化投资机构，都在不断调整自身的投资理念和投后管理方式，以适应不断变化的监管要求和投资环境。

投资管理在私募基金产业链条中扮演重要角色，但如何做好投后管理却是一个并没有得到充分研究的课题。由于私募基金行业仍在发展阶段，投后管理的工作内容也在不断完善和优化过程中，不同机构也有不同的经验和实践，非常需要进行持续的跟踪关注和研究。

本研究报告历时近一年，不断斟酌完善，全面梳理了当前中国私募股权/创投基金投后管理的监管要求、行业管理现状及存在的典型问题，并给出了相应的措施对策。同时，报告还根据不同的产业类型和基金类型，从不同角度分析了投后管理的重点、难点，对不同类型基金投后管理的发展趋势进行了展望。

特别值得一提的是，本报告还从国内外基金投后管理的现状对比、优秀管理案例分析、处罚案例和司法判例解析等不同视角全方位的对投后管理进行了多维度的分析。报告既具有国际视角又紧密结合了国内行业实务，从私募股权/创投基金的监管政策、行业现状、产业特色、基金类型化发展趋势等角度对投后管理业务进行了全面研究。期待

这一研究通过管窥和梳理投后管理实践，为行业带来有益的镜鉴。

受团队经验、撰写周期等客观条件制约，本报告很难做到全面呈现我国私募股权投资市场的完整生态与发展全貌，部分内容可能未能及时涵盖行业最新实践动态与创新成果。希望业内专家、同行能够对本报告的未尽之处予以谅解，并期待专家和读者提出宝贵意见，我们将持续关注股权投资市场的发展动态，不断丰富和完善对中国股权投资市场的理解与把握，输出专业、有价值的研究报告，共同推进私募股权市场高质量发展。

编者

2025 年 5 月

目录

CONTENTS

第一章 / 私募股权基金投后管理监管概览

第一节 法律法规对于私募股权基金投后管理的监管要求	2
一、综合性规定	6
二、投资运作	11
三、信息披露	14
四、信息报送	16
第二节 法律法规对于私募股权基金投后管理的税务规定	19
一、合伙企业相关的税务法规框架	19
二、针对法人合伙人及公司制基金的主要税务法规框架	21
三、针对个人合伙人的主要税务法规框架	23
四、针对契约制基金的主要税务法规框架	24
五、税收征管的基本法规框架	25

第二章 / 私募股权基金的投后管理现状

第一节 私募股权市场投后管理多视角洞察	29
一、背景：监管演变及市场环境	29
二、维度：基金策略层面、项目单体层面	30
三、组织：投管团队的组成、侧重点及发展	44
四、投后管理中的数字化赋能与 ESG 投资理念	49
第二节 国际市场投后管理实践	50
一、背景：监管演变及市场环境（以美国、欧盟、开曼群岛及英属维尔京群岛、新加坡为例）	51
二、维度：基金策略层面、项目单体层面	63
三、组织：投管团队的组成、侧重点及发展	67
四、投后管理中的数字化赋能与 ESG 投资理念	70

第三章 / 私募股权基金的投后管理核心要点解析

第一节 运营管理	73
一、信息披露与报送	73
二、收益分配管理	75
三、档案管理	75
第二节 风险管理	76
一、风险识别与评估	77
二、风险监控与预警	81
三、风险应对	81
四、风险管理体系建设	85
第三节 基金投后估值及评价	85
一、基金估值指引和监管政策	85
二、价值评估方法（股权、债权及衍生品）	86
三、股权价值分摊	92
四、夹层基金与母基金投后估值	93
五、基金投后评估	94
六、投后价值提升	95
第四节 基金投后税务管理	97
一、投前重点税务考虑	97
二、投后税务管理要点	107
三、QFLP 及 QDLP 特殊关注事项	125
四、私募创投基金特殊关注事项	135
五、母基金特殊关注事项	144
第五节 增值赋能	147
第六节 投后管理制度建设	149
一、投后管理制度体系概览	149
二、投后管理制度建设建议	151
第七节 战略性新兴产业投资基金投后管理特殊关注事项	160
一、新一代信息技术产业	160
二、人工智能产业	161
三、航空航天产业	163
四、新能源产业	165
五、新材料产业	166

六、高端装备制造产业	167
七、生物医药产业	169
八、量子科技产业	170
九、绿色环保产业	171
第八节 境内各类型私募股权基金投后管理特殊关注事项	173
一、并购基金	173
二、国资基金	178
三、创投基金	182
四、母基金	187
五、S 基金	192
第九节 跨境私募股权基金投后管理特殊关注事项	196
一、平行基金	196
二、QFLP 基金	200
三、QDLP 基金	203
第四章 / 私募股权基金投后管理的发展趋势	
第一节 境内基金的投后管理发展趋势	208
一、现阶段境内基金投后管理存在的问题与挑战	208
二、境内基金投后管理的发展趋势	210
三、加强基金投后管理工作的意义	215
第二节 战略性产业基金投后管理趋势	217
一、战略性产业基金投后管理的困境与挑战	217
二、战略性产业基金投后管理发展趋势	218
三、投后管理发展趋势对私募基金和战略性新兴产业的影响	221
第三节 跨境基金投后管理发展趋势	222
一、跨境基金投后管理挑战	223
二、跨境基金发展趋势	224
第四节 投后管理：趋势洞察与未来展望	226
一、投后管理呈现出挑战与机遇并存的发展局面	226
二、投后管理应着眼于体系化、透明化与科技化	227

第五章 / 私募股权基金投后管理案例

第一节 私募股权基金投后管理案例	230
一、鼎晖投资：并购投资赋能可持续价值创造	230
二、君联资本：积极主动的增值服务	257
第二节 国际私募股权基金投后管理案例	263
一、凯雷集团（CARLYLE ALPINVEST）：多元资源整合与深度投后赋能	263
二、红杉资本（SEQUOIA CAPITAL）：专家级专业团队全方位赋能	266

第六章 / 私募股权基金投后管理典型处罚及司法裁判

第一节 总述	271
一、私募基金行政处罚总体情况	271
二、私募股权基金投后管理行政处罚情况	273
三、私募股权基金投后管理司法裁判概况	274
第二节 私募股权基金投后管理典型处罚案例	274
第三节 私募股权基金投后管理司法裁判典型案例	285
第四节 私募股权基金管理人投后管理责任仲裁视角解析	296
一、信息披露问题	297
二、利益输送和利益冲突问题	298
三、基金合同延期和基金到期后管理人职责	299

第一章

私募股权基金投后管理监管概览



第一节 法律法规对于私募股权基金投后管理的监管要求

近十年来，私募股权基金行业得到了快速发展。根据《私募基金管理人登记及产品备案月报（2025 年 3 月）》，截至 2025 年 3 月末，在中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）登记的存续私募基金管理人共 19,951 家。其中，私募证券投资基金管理人 7,860 家；私募股权、创业投资基金管理人 11,894 家；私募资产配置类基金管理人 6 家；其他私募投资基金管理人 191 家。存续私募基金 142,278 只，存续基金规模 19.97 万亿元。其中，存续私募证券投资基金 85,614 只，存续规模 5.25 万亿元；存续私募股权投资基金 30,177 只，存续规模 10.96 万亿元；存续创业投资基金 25,613 只，存续规模 3.39 万亿元。伴随行业的发展，私募股权基金的监管体系逐步建立完善。

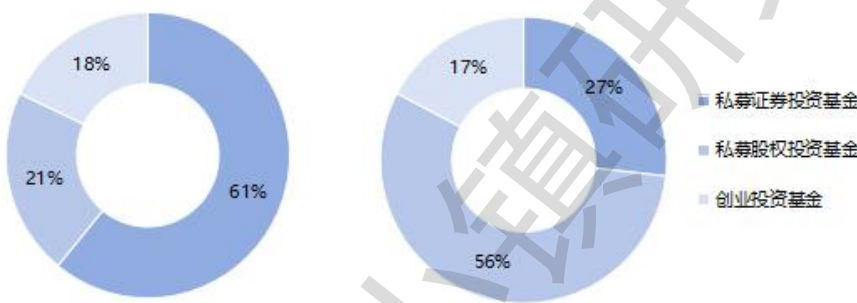


图 1-1 私募基金数量（左）及规模（右）分布

2013 年以前，私募股权基金由国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）作为行业主管部门管理，2013 年中央机构编制委员会办公室（以下简称“中央编办”）通过发布《中央编办关于私募股权投资基金管理职责分工的通知》，正式将私募行业监管权明确至中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）。2014 年，根据《证券投资基金法》（以下简称“《证券投资基金法》”）规定，由基金业协会负责登记备案工作，履行自律管理职能。我国私募基金行业的监管经历了一系列的演变发展，包括如下重要历程：

表 1-1 私募基金行业监管规则演变

2013.06	《证券投资基金法》修订，明确对私募证券投资基金的监管
2013.06	中央编办明确证监会负责私募股权基金的监督管理，实行适度监管
2014.01	基金业协会根据《证券投资基金法》第 111 条规定，具体负责登记备案工作，履行自律管理职能
2014.08	证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》

2016.02	基金业协会发布《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》
2020.12	证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》
2023.02	基金业协会发布《登记备案新规》及配套指引
2023.07	国务院发布《私募投资基金监督管理条例》
2023.09	基金业协会发布《私募投资基金备案指引》

在现行监管框架下，私募基金行业形成了自上而下的监管体系：



图 1-2 私募基金行业监管体系

对于私募基金产品而言，其运作大体上可分为募、投、管、退四个阶段。在这四个阶段中，募集和投资阶段均有比较明确的监管规范，例如：针对募集阶段，有《证券期货投资者适当性管理办法（2020 修正）》《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》《私募投资基金募集行为管理办法》等部门规章及自律管理规则予以规范；针对投资阶段，《证券投资基金法》《登记备案新规》《私募投资基金合同指引 3 号（合伙协议必备条款指引）》等法律和自律管理规则要求基金合同中必须对基金的投资范围、投资策略、投资限制、投资运作方式、投资决策程序、关联交易、所投资标的的担保措施、举债及担保限制等事项作出约定。但在现行监管体系下，对投后管理的监管要求比较概括且不系统，除信息披露相关规定外，投后管理的其他方面，特别是对投资退出缺乏明确的、具有针对性的监管要求，对于投后管理的监管规定多散见于各种综合性规定中。

基金业协会编著的《私募股权投资基金行业合规管理手册（2021）》中明确，“投后管理应从投资交易完成后开始，直到项目退出时止，由于私募基金管理人受托管理投资人的资金财产，对投资人负有信义义务，从投后管理的角度而言，其应当尽力促使投资人的资金财产增值，同时尽可能地降低投资项目给私募股权基金带来的风险。具体而

言：

（1）私募基金管理人应持续关注投资项目的情况；

（2）私募基金管理人应当勤勉尽职，促使私募股权基金作为被投企业的出资人，根据法律法规的规定及投资文件的约定行使权利与履行义务，以此尽可能减少投资行为可能给私募股权基金带来的风险和损失。”

除了前述《私募股权投资基金行业合规管理手册（2021）》中对于私募基金投后管理的界定外，近年来出台的一系列监管政策对管理人进行投后管理的工作要求进行了重申和细化。2023 年施行的《私募投资基金监督管理条例》及《登记备案新规》均再次强调对市场参与主体的基本要求，即私募基金管理人、私募基金托管人和私募基金服务机构从事私募基金业务活动，应当“恪尽职守，履行诚实守信、谨慎勤勉的义务”。

基于私募股权基金超过十万亿存量规模的现状，其无论是从管理人数量上，还是管理基金规模上，均已成为私募基金行业的主要力量，也是资本市场不可或缺的重要组成部分。在庞大的存量规模之下，私募股权基金的投后管理已成为私募基金行业健康发展的关键。在现行监管体系下，从法律位阶上来看，在法律、行政法规、部门规章及自律管理规则层面，对于私募股权基金投后管理的监管要求均有涉及；从适用主体上来看，这些监管要求适用于私募基金管理人、各类私募基金服务机构以及私募基金从业人员。正因如此，私募股权基金投后管理的监管要求和自律规定整体呈现较为分散的特点。本节结合现行监管要求，从私募股权基金投后管理中常见的综合性规定、投资运作、信息披露、信息报送等事项进行监管要求和自律规定的梳理，期待能对私募基金行业从业者规范、高效开展投后管理业务有所帮助。

针对**创业投资基金**，在《私募基金监督管理暂行办法》《私募投资基金监督管理条例》《登记备案新规》等监管文件中，都设置了专门的章节或条款对其进行了差异化管理。相关规定梳理如下：

表 1-2 创业投资基金监管文件梳理

基础概念

《私募投资基金监督管理条例》第三十五条 本条例所称创业投资基金，是指符合下列条件的私募基金：

- （一）投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外；
- （二）基金名称包含“创业投资基金”字样，或者在公司、合伙企业经营范围中包含“从事创业投资活动”字样；
- （三）基金合同体现创业投资策略；
- （四）不使用杠杆融资，但国家另有规定的除外；
- （五）基金最低存续期限符合国家有关规定；
- （六）规定的其他条件。

《私募基金监督管理暂行办法》第三十四条 本办法所称创业投资基金，是指主要投资于未上市创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可

转换债券等权益的股权投资基金。

《登记备案新规》第四十五条 创业投资基金是指符合下列条件的私募基金：
（一）投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外；

（二）基金合同体现创业投资策略；

（三）不使用杠杆融资，但国家另有规定的除外；

（四）基金最低存续期限符合国家有关规定；

（五）法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他条件。

创业投资基金名称应当包含“创业投资基金”，或者在公司、合伙企业经营范围中包含“从事创业投资活动”字样。

第八条 私募基金管理人应当是在中华人民共和国境内依法设立的公司或者合伙企业，并持续符合下列要求：

（一）财务状况良好，实缴货币资本不低于 1000 万元人民币或者等值可自由兑换货币，对专门管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，从其规定；……

投资运作

《私募投资基金监督管理条例》第二十五条 私募基金的投资层级应当遵守国务院金融管理部门的规定。但符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级。

创业投资基金、本条例第五条第二款规定私募基金的投资层级，由国务院有关部门规定。

《私募基金监督管理暂行办法》第三十五条 鼓励和引导创业投资基金投资创业早期的小微企业。

享受国家财政税收扶持政策的创业投资基金，其投资范围应当符合国家相关规定。

《登记备案新规》第三十三条第二款 私募基金初始实缴募集资金规模除另有规定外应当符合下列要求：

……（二）私募股权基金不低于 1000 万元人民币，其中创业投资基金备案时首期实缴资金不低于 500 万元人民币，但应当在基金合同中约定备案后 6 个月内完成符合前述初始募集规模最低要求的实缴出资；……

差异化自律管理

《私募投资基金监督管理条例》第三十八条 登记备案机构在登记备案、事项变更等方面对创业投资基金实施区别于其他私募基金的差异化自律管理。

《私募基金监督管理暂行办法》第三十六条 基金业协会在基金管理人登记、基金备案、投资情况报告要求和会员管理等环节，对创业投资基金采取区别于其他私募基金的差异化行业自律，并提供差异化会员服务。

《登记备案新规》第四十五条 协会对创业投资基金在基金备案、投资运作、上市公司股票减持等方面提供差异化自律管理服务。

差异化监督管理

《私募投资基金监督管理条例》第三十七条 国务院证券监督管理机构对创业投资基金实施区别于其他私募基金的差异化监督管理：

（一）优化创业投资基金营商环境，简化登记备案手续；

（二）对合法募资、合规投资、诚信经营的创业投资基金在资金募集、投资运作、风险监测、现场检查等方面实施差异化监督管理，减少检查频次；

（三）对主要从事长期投资、价值投资、重大科技成果转化的创业投资基金

在投资退出等方面提供便利。

《私募基金监督管理暂行办法》第三十七条 中国证监会及其派出机构对创业投资基金在投资方向检查等环节，采取区别于其他私募基金的差异化监督管理；在账户开立、发行交易和投资退出等方面，为创业投资基金提供便利服务。

通过对上述规定的梳理，不难看出，从外观上来看，现行监管要求主要从名称、经营范围等方面进行创业投资基金与一般私募股权投资基金的区分；从投资运作方面来看，创业投资基金与一般私募股权投资基金的主要差别除了投资范围外，还体现在管理人实缴出资要求、首笔款实缴出资进度及基金“嵌套”上，但在这些具体事项上，除了对创业投资基金的首笔款实缴出资进度进行了明确外，管理人实缴出资要求和基金“嵌套”暂未出台更细化的规定；从监管要求方面来看，证监会和基金业协会均强调对创业投资基金实施差异化的自律管理和差异化的监督管理。但目前公开的监管文件中亦未对前述“差异化”管理的具体内容、方式、体现形式进行明确。

具体到创业投资基金的投后管理上，证监会及基金业协会尚未就创业投资基金的投后管理出台更为细化、明确的监管规定，创业投资基金投后管理过程中适用的监管要求仍基本上与私募股权投资基金一致。

一、综合性规定

私募股权基金投后管理的综合性规定常见于法律、行政法规、部门规章等比较“上位”的监管规定中，在这些监管规定中，对私募基金管理人、私募基金服务机构、私募基金从业人员等主体开展投后管理工作提出了原则、概括、持续性的要求。

（一）法律层面

表 1-3 法律层面关于私募股权基金投后管理的综合性规定

《证券投资基金法》对私募基金管理人、托管人及基金从业人员开展私募基金业务做了整体性要求	第九条 <u>基金管理人、基金托管人</u>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。 <u>基金管理人</u>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。 <u>基金从业人员</u>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。
《证券投资基金法》分别对私募基金托管人应当具备的条件及应当履行的职责进行了明确，并规定了私募基金托管人未能勤勉尽责	第三十三条 <u>担任基金托管人</u>，应当具备下列条件： （一）净资产和风险控制指标符合有关规定； （二）设有专门的基金托管部门； （三）取得基金从业资格的专职人员达到法定人数； （四）有安全保管基金财产的条件；

所对应的后果	(五) 有安全高效的清算、交割系统; (六) 有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金托管业务有关的其他设施; (七) 有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度; (八) 法律、行政法规规定的和经国务院批准的国务院证券监督管理机构、国务院银行业监督管理机构规定的其他条件。 第三十六条 基金托管人应当履行下列职责: (一) 安全保管基金财产; (二) 按照规定开设基金财产的资金账户和证券账户; (三) 对所托管的不同基金财产分别设置账户, 确保基金财产的完整与独立; (四) 保存基金托管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料; (五) 按照基金合同的约定, 根据基金管理人的投资指令, 及时办理清算、交割事宜; (六) 办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项; (七) 对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见; (八) 复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格; (九) 按照规定召集基金份额持有人大会; (十) 按照规定监督基金管理人的投资运作; (十一) 国务院证券监督管理机构规定的其他职责。 第三十九条 基金托管人不再具备本法规定的条件, 或者未能勤勉尽责, 在履行本法规定的职责时存在重大失误的, 国务院证券监督管理机构、国务院银行业监督管理机构应当责令其改正; 逾期未改正, 或者其行为严重影响所托管基金的稳健运行、损害基金份额持有人利益的, 国务院证券监督管理机构、国务院银行业监督管理机构可以区别情形, 对其采取下列措施: (一) 限制业务活动, 责令暂停办理新的基金托管业务; (二) 责令更换负有责任的专门基金托管部门的高级管理人员。 基金托管人整改后, 应当向国务院证券监督管理机构、国务院银行业监督管理机构提交报告; 经验收, 符合有关要求的, 应当自验收完毕之日起三日内解除对其采取的有关措施。
--------	---

(二) 行政法规层面

表 1-4 行政法规层面关于私募股权基金投后管理的综合性规定

《私募投资基金监督管理条例》对私募基金管理人、托管人及基金从业人员开展私募基金业务做了整体	第三条 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。 私募基金从业人员应当遵守法律、行政法规规定, 恪守职业道德
---	--

性要求	和行为规范,按照规定接受合规和专业能力培训。
《私募投资基金监督管理条例》明确了私募基金管理人应履行的职责,规定了私募基金管理人不得将其职责转委托,且规定了私募基金管理人违法违规的后果	第十一条 <u>私募基金管理人</u>应当履行下列职责: (一)依法募集资金,办理私募基金备案; (二)对所管理的不同私募基金财产分别管理、分别记账,进行投资; (三)按照基金合同约定管理私募基金并进行投资,建立有效的风险控制制度; (四)按照基金合同约定确定私募基金收益分配方案,向投资者分配收益; (五)按照基金合同约定向投资者提供与私募基金管理业务活动相关的信息; (六)保存私募基金财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他有关资料; (七)国务院证券监督管理机构规定和基金合同约定的其他职责。 以非公开方式募集资金设立投资基金的,私募基金管理人还应当以自己的名义,为私募基金财产利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为。 第二十七条 <u>私募基金管理人</u>不得将投资管理职责委托他人行使。 第四十二条 国务院证券监督管理机构发现<u>私募基金管理人</u>违法违规,或者其内部治理结构和风险控制管理不符合规定的,应当责令限期改正;逾期未改正,或者行为严重危及该私募基金管理人的稳健运行、损害投资者合法权益的,国务院证券监督管理机构可以区别情形,对其采取下列措施: (一)责令暂停部分或者全部业务; (二)责令更换董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或者委派代表,或者限制其权利; (三)责令负有责任的股东转让股权、负有责任的合伙人转让财产份额,限制负有责任的股东或者合伙人行使权利; (四)责令私募基金管理人聘请或者指定第三方机构对私募基金财产进行审计,相关费用由私募基金管理人承担。 私募基金管理人违法经营或者出现重大风险,严重危害市场秩序、损害投资者利益的,国务院证券监督管理机构除采取前款规定的措施外,还可以对该私募基金管理人采取指定其他机构接管、通知登记备案机构注销登记等措施。
《私募投资基金监督管理条例》还通过负面情形列举的方式规定了私募基金行业从业者不得从事的行为,并规定了私募基金从业者违法违规的法律后果:	第三十条 <u>私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员</u>不得有下列行为: (一)将其固有财产或者他人财产混同于私募基金财产; (二)利用私募基金财产或者职务便利,为投资者以外的人牟取利益; (三)侵占、挪用私募基金财产; (四)泄露因职务便利获取的未公开信息,利用该信息从事或者

	明示、暗示他人从事相关的证券、期货交易活动； （五）法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。
	第三十二条 私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员提供、报送的信息应当真实、准确、完整，不得有下列行为： （一）虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏； （二）对投资业绩进行预测； （三）向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益； （四）法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。
	第五十八条 私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金服务机构及其从业人员违反本条例或者国务院证券监督管理机构的有关规定，情节严重的，国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入措施。 拒绝、阻碍国务院证券监督管理机构及其工作人员依法行使监督检查、调查职权，由国务院证券监督管理机构责令改正，处10万元以上100万元以下的罚款；构成违反治安管理行为的，由公安机关依法给予治安管理处罚；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

（三）部门规章层面

现行私募基金监管体系下，主要涉及《私募基金监督管理暂行办法》《关于加强私募投资基金监管的若干规定》两部部门规章、规范性文件。在这个层面，相对更为具体的针对私募基金行业的一些情况进行规范，例如：对私募基金管理人不得进行的投资活动进行规定，对私募股权投资基金的对外借款行为进行限制性要求等。

表 1-5 部门规章层面关于私募股权基金投后管理的综合性规定

《私募基金监督管理暂行办法》对私募基金行业从业机构进行了概括性要求	第四条 私募基金管理人和从事私募基金托管业务的机构管理、运用私募基金财产，从事私募基金销售业务的机构及其他私募服务机构从事私募基金服务活动，应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。 私募基金从业人员应当遵守法律、行政法规，恪守职业道德和行为规范。
《关于加强私募投资基金监管的若干规定》通过负面情形列举的方式对私募基金管理人及其从业人员不得从事的行为进行了规定	第八条 私募基金管理人不得直接或者间接将私募基金财产用于下列投资活动： （一）借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动，但是私募基金以股权投资为目的，按照合同约定为被投企业提供1年期限以内借款、担保除外； （二）投向保理资产、融资租赁资产、典当资产等类信贷资产、股权或其收（受）益权； （三）从事承担无限责任的投资； （四）法律、行政法规和中国证监会禁止的其他投资活动。

	私募基金有前款第（一）项规定行为的，借款或者担保到期日不得晚于股权投资退出日，且借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的 20%；中国证监会另有规定的除外。 第九条 私募基金管理人及其从业人员从事私募基金业务，不得有下列行为： （一）未对不同私募基金单独管理、单独建账、单独核算，将其固有财产、他人财产混同于私募基金财产，将不同私募基金财产混同运作，或者不公平对待不同私募基金财产； （二）使用私募基金管理人及其关联方名义、账户代私募基金收付基金财产； （三）开展或者参与具有滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价等特征的资金池业务； （四）以套取私募基金财产为目的，使用私募基金财产直接或者间接投资于私募基金管理人、控股股东、实际控制人及其实际控制的企业或项目等自融行为； （五）不公平对待同一私募基金的不同投资者，损害投资者合法权益； （六）私募基金收益不与投资项目的资产、收益、风险等情况挂钩，包括不按照投资标的实际经营业绩或者收益情况向投资者分红、支付收益等； （七）直接或者间接侵占、挪用私募基金财产； （八）不按照合同约定进行投资运作或者向投资者进行信息披露； （九）利用私募基金财产或者职务之便，以向私募基金、私募基金投资标的及其关联方收取咨询费、手续费、财务顾问费等名义，为自身或者投资者以外的人牟取非法利益、进行利益输送； （十）泄露因职务便利获取的未公开信息、利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动； （十一）从事内幕交易、操纵证券期货市场及其他不正当交易活动； （十二）玩忽职守，不按照监管规定或者合同约定履行职责； （十三）法律、行政法规和中国证监会禁止的其他行为。 私募基金管理人的出资人和实际控制人，私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募基金服务机构及其出资人、实际控制人，不得有前款所列行为或者为前款行为提供便利。
《私募基金监督管理暂行办法》对私募基金从业机构及人员违法违规行为了法律后果	第三十三条 私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员违反法律、行政法规及本办法规定，中国证监会及其派出机构可以对其采取责令改正、监管谈话、出具警示函、公开谴责等行政监管措施。 第三十九条 私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员违反法律法规和本办法规定，情节严重的，中国证监会可以依法对有关责任人员采取市场禁入措施。

在前述综合性规定的基础之上，基金业协会作为私募基金自律管理组织，制定了《登记备案办法》及配套指引等一系列自律管理规则，对私募股权基金投后管理监管要求进行明确和细化。

二、投资运作

对私募股权基金投后管理过程中涉及的投资运作相关行为的监管，《登记备案新规》及相关配套指引等自律管理规则中进行了明确细致的规定。具体如下：

表 1-6 私募股权基金投后管理中涉及的投资运作相关行为的监管文件

➤投资确权	《登记备案新规》第三十七条 私募基金管理人运用基金财产进行股权投资，或者持有的被投资企业股权、财产份额发生变更的，应当根据《公司法》《合伙企业法》等法律法规的规定，及时采取要求被投资企业更新股东名册、向登记机关办理登记或者变更登记等合法合规方式进行投资确权。 基金托管人应当督促私募基金管理人及时办理前款规定的市场主体登记或者变更登记。私募基金管理人应当及时将相关情况告知基金托管人并按照基金合同约定向投资者披露。
➤关联交易管理	《登记备案新规》第三十八条第一款 私募基金管理人应当建立健全关联交易管理制度，在基金合同中明确约定关联交易的识别认定、交易决策、对价确定、信息披露和回避等机制。关联交易应当遵循投资者利益优先、平等自愿、等价有偿的原则，不得隐瞒关联关系，不得利用关联关系从事不正当交易和利益输送等违法违规活动。 私募股权基金管理人应当在经审计的私募股权基金年度财务报告中对关联交易进行披露。 第六十八条 私募基金管理人有下列行为之一的，协会可以采取书面警示、要求限期改正、公开谴责、暂停办理备案、限制相关业务活动等自律管理或者纪律处分措施；情节严重的，可以撤销私募基金管理人登记： …… （三）未建立关联交易管理制度，或者违规开展关联交易； …… 对直接负责的主管人员和其他责任人员，协会可以采取书面警示、警告、公开谴责、不得从事相关业务、加入黑名单、取消基金从业资格等自律管理或者纪律处分措施。
➤投资架构	《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第十条 私募股权基金的架构应当清晰、透明，不得通过设置复杂架构、多层嵌套等方式规避监管要求，收取不合理费用。私募基金管理人应当向投资者充分披露投资架构及投资者承担的费用等有关信息。 私募基金管理人不得在私募股权基金内部设立由不同投资者参与并投向不同资产的投资单元或者基金子份额，但因投资排除等机制导致前述情形的除外。
➤投资方式及限制	《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第

	十三条第二款 私募股权基金投资《登记备案办法》第三十一条第二款规定的资产的，应当符合下列要求： （一）投资未上市企业股权的，应当符合《登记备案办法》第四十一条的规定，不得变相从事信贷业务、经营性民间借贷活动，不得投向从事保理、融资租赁、典当等与私募基金相冲突业务的企业股权，不得投向国家禁止或者限制投资以及不符合国家产业政策、环境保护政策、土地管理政策的企业股权； （二）投资首发企业股票、存托凭证（以下统称股票）的，应当通过战略配售、基石投资（港股等境外市场）等方式，不得参与网下申购和网上申购； （三）投资上市公司股票的，应当通过定向增发、大宗交易和协议转让等方式，不得参与公开发行业或者公开交易，但所投资公司上市后基金所持股份的未转让及其配售部分和所投资公司在北京证券交易所上市后基金增持部分除外； （四）投资上市公司可转换债券和可交换债券的，应当通过非公开发行或者非公开交易的方式； （五）投资公开募集基础设施证券投资基金份额的，应当通过战略配售、网下认购和非公开交易等方式，不得参与面向公众投资者的发售和竞价交易； （六）投资资产支持证券的，限于不动产持有型资产支持证券； （七）投资区域性股权市场可转债的，投资金额应当不超过基金实缴金额的 20%。 鼓励创业投资基金投资早期企业、中小企业和高新技术企业。除中国证监会和协会另有规定外，创业投资基金不得直接或者间接投资下列资产： （一）不动产（含基础设施）； （二）本条第二款第二项、第四项至第六项规定的资产； （三）上市公司股票，但所投资公司上市后基金所持股份的未转让及其配售部分除外。
➤可转债投资	《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第十四条 除《关于加强私募投资基金监管的若干规定》规定的借款外，私募股权基金以股权投资为目的，对被投资企业进行附转股权的债权投资的，约定的转股条件应当科学、合理、具有可实现性，与被投资企业或者其关联方的股权结构、商业模式、经营业绩、上市进度、知识产权和核心人员等相挂钩。满足转股条件的，应当及时将债权转为股权，并办理对被投资企业或者其关联方的股权确权手续。未选择转股的，应当按照基金合同约定征得投资者同意或者向投资者披露未转股原因。 私募股权基金不得利用附转股权的债权投资变相从事借贷活动。
➤期限错配	《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第十七条 私募基金管理人应当合理确定私募股权基金所投资资产的期限，加强流动性风险管理。 私募股权基金投资资产管理产品、其他私募股权基金，或者接受其他私募股权基金投资的，私募股权基金的到期日应当不早于下层资

	产管理产品、私募股权基金的到期日 6 个月以上，不晚于上层私募股权基金的到期日 6 个月以上。但有下列情形之一的除外： （一）上层基金全体投资者一致同意期限错配事项； （二）本基金承担国家或者区域发展战略需要； （三）上层基金为规范运作的母基金； （四）上层基金投资者中有社会保障基金、企业年金等养老基金，保险资金或者地市级以上政府出资产业投资基金等； （五）中国证监会、协会规定的其他情形。
➤封闭运作	《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第二十二条 私募股权基金开放申购或者认缴的，应当符合下列条件： （一）由私募基金托管人进行托管； （二）在基金合同约定的投资期内； （三）开放申购或者认缴按照基金合同约定经全体投资者一致同意或者经全体投资者认可的决策机制决策通过； （四）中国证监会、协会规定的其他条件。 私募股权基金开放申购或者认缴，增加的基金认缴总规模不得超过备案时基金认缴总规模的 3 倍，但符合下列情形之一的除外： （一）既存投资者或者新增投资者中存在社会保障基金、企业年金等养老基金； （二）既存投资者或者新增投资者中存在慈善基金等社会公益基金、保险资金或者地市级以上政府出资产业投资基金，并且前述投资者之一的实缴出资不低于 1000 万元； （三）既存投资者和新增投资者均为首期实缴出资不低于 1000 万元的投资者，私募基金管理人、私募基金管理员工直接或者间接通过合伙企业等非法人形式间接投资于本公司管理的私募股权基金，且实缴出资不低于 100 万的除外； （四）在协会备案为创业投资基金，且开放申购或者认缴时，基金已完成不少于 2 个对早期企业、中小企业或者高新技术企业的投资； （五）中国证监会、协会规定的其他情形。 适用本条第二款第三项要求的投资者为在协会备案的私募基金以及合伙企业等非法人形式的，私募基金管理人应当穿透认定投资者是否符合本条第二款第三项要求。 增加基金认缴规模的，管理人应当依法履行信息披露义务，向投资者披露募资资金的来源、规模、用途等信息。
➤防范利益冲突	《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第二十五条 私募基金管理人应当公平地对待其管理的不同私募股权基金财产，有效防范私募股权基金之间的利益输送和利益冲突，不得在不同私募股权基金之间转移收益或者亏损。 在已设立的私募股权基金尚未完成认缴规模 70% 的投资（含为支付基金税费的合理预留）之前，除经全体投资者一致同意或者经全体投资者认可的决策机制决策通过外，私募基金管理人不得设立与前述基金的投资策略、投资范围、投资阶段、投资地域等均实质相同的新基金。

三、信息披露

关于信息披露，协会专门发布了《私募投资基金信息披露管理办法》及《私募投资基金信息披露内容与格式指引》，对私募股权基金投后管理过程中涉及的信息披露进行了细化的规定。

表 1-7 私募股权基金投后管理中关于信息披露的相关规定

►信息披露义务人

《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。

►信息披露制度

《私募投资基金信息披露管理办法》第十九条 信息披露义务人应当建立健全信息披露管理制度，指定专人负责管理信息披露事务，并按要求在私募基金登记备案系统中上传信息披露相关制度文件。

《私募投资基金信息披露管理办法》第二十条 信息披露事务管理制度应当至少包括以下事项：

- （一）信息披露义务人向投资者进行信息披露的内容、披露频度、披露方式、披露责任以及信息披露渠道等事项；
- （二）信息披露相关文件、资料的档案管理；
- （三）信息披露管理部门、流程、渠道、应急预案及责任；
- （四）未按规定披露信息的责任追究机制，对违反规定人员的处理措施。

►信息披露途径

《私募投资基金信息披露管理办法》第五条 私募基金管理人应当按照规定通过中国基金业协会指定的私募基金信息披露备份平台报送信息。

►信息披露内容

《私募投资基金信息披露管理办法》第九条 信息披露义务人应当向投资者披露的信息包括：

- （一）基金合同；
- （二）招募说明书等宣传推介文件；
- （三）基金销售协议中的主要权利义务条款（如有）；
- （四）基金的投资情况；
- （五）基金的资产负债情况；
- （六）基金的投资收益分配情况；
- （七）基金承担的费用和业绩报酬安排；
- （八）可能存在的利益冲突；
- （九）涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁；
- （十）中国证监会以及中国基金业协会规定的的影响投资者合法权益的其他重大信息。

►禁止行为

《私募投资基金信息披露管理办法》第十一条 信息披露义务人披露基金信息，不得存在以下行为：

- （一）公开披露或者变相公开披露；

- (二) 虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；
- (三) 对投资业绩进行预测；
- (四) 违规承诺收益或者承担损失；
- (五) 诋毁其他基金管理人、基金托管人或者基金销售机构；
- (六) 登载任何自然人、法人或者其他组织的祝贺性、恭维性或推荐性的文字；
- (七) 采用不具有可比性、公平性、准确性、权威性的数据来源和方法进行业绩比较，任意使用“业绩最佳”、“规模最大”等相关措辞；
- (八) 法律、行政法规、中国证监会和中国基金业协会禁止的其他行为。

►定期及不定期信息披露安排

《私募投资基金信息披露管理办法》第十七条 私募基金运行期间，信息披露义务人应当在每年结束之日起4个月以内向投资者披露以下信息：

- (一) 报告期末基金净值和基金份额总额；
- (二) 基金的财务情况；
- (三) 基金投资运作情况和运用杠杆情况；
- (四) 投资者账户信息，包括实缴出资额、未缴出资额以及报告期末所持有基金份额总额等；
- (五) 投资收益分配和损失承担情况；
- (六) 基金管理人取得的管理费和业绩报酬，包括计提基准、计提方式和支付方式；
- (七) 基金合同约定的其他信息。

《私募投资基金信息披露管理办法》第十八条 发生以下重大事项的，信息披露义务人应当按照基金合同的约定及时向投资者披露：

- (一) 基金名称、注册地址、组织形式发生变更的；
- (二) 投资范围和投资策略发生重大变化的；
- (三) 变更基金管理人或托管人的；
- (四) 管理人的法定代表人、执行事务合伙人（委派代表）、实际控制人发生变更的；
- (五) 触及基金止损线或预警线的；
- (六) 管理费率、托管费率发生变化的；
- (七) 基金收益分配事项发生变更的；
- (八) 基金触发巨额赎回的；
- (九) 基金存续期变更或展期的；
- (十) 基金发生清盘或清算的；
- (十一) 发生重大关联交易事项的；
- (十二) 基金管理人、实际控制人、高管人员涉嫌重大违法违规行为或正在接受监管部门或自律管理部门调查的；
- (十三) 涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁；
- (十四) 基金合同约定的影响投资者利益的其他重大事项。

《私募投资基金信息披露内容与格式指引2号—适用于私募股权（含创业）投资基金》信息披露半年度报告应在当年9月底之前完成，信息披露年度报告应在次年6月底之前完成。协会鼓励私募基金管理人向投资者披露季度报告（含第一季度、第三季度），季度报告不做强制要求。

►法律后果

《私募投资基金信息披露管理办法》第二十五条 信息披露义务人违反本办法第五条、第九条、第十六条至第十八条的，投资者可以向中国基金业协会投诉或举报，中国基金业协会可以要求其限期改正。逾期未改正的，中国基金业协会可以视情节轻重对信息披

露义务人及主要负责人采取谈话提醒、书面警示、要求参加强制培训、行业内谴责、加入黑名单等纪律处分。

《私募投资基金信息披露管理办法》第二十六条 信息披露义务人管理信息披露事务，违反本办法第十九条至第二十一条的规定，中国基金业协会可以要求其限期改正。逾期未改正的，中国基金业协会可以视情节轻重对信息披露义务人及主要负责人采取谈话提醒、书面警示、要求参加强制培训、行业内谴责、加入黑名单等纪律处分。

《私募投资基金信息披露管理办法》第二十七条 私募基金管理人在信息披露中存在本办法第十一条（一）、（二）、（三）、（四）、（七）所述行为的，中国基金业协会可视情节轻重对基金管理人采取公开谴责、暂停办理相关业务、撤销管理人登记或取消会员资格等纪律处分；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，中国基金业协会可采取要求参加强制培训、行业内谴责、加入黑名单、公开谴责、认为不适当人选、暂停或取消基金从业资格等纪律处分，并记入诚信档案。情节严重的，移交中国证监会处理。

四、信息报送

除在投后管理过程中向投资人进行信息披露外，管理人投后管理过程中的一项重要工作为向基金业协会进行重大信息报送，及时向基金业协会披露重大信息变更情况。在现行监管体系下，并无专门的规定对前述信息报送工作进行体系化的梳理，信息报送的相关规定散见于各监管文件中。证监会在 2024 年 7 月 5 日发布《私募投资基金信息披露和信息报送管理规定》公开征求意见，对私募投资基金信息披露和信息报送做出了详细规定，监管要求进一步升级，但目前尚未正式通过生效。

（一）整体性规定

《私募投资基金监督管理条例》第三十三条 私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金服务机构应当按照国务院证券监督管理机构的规定，向登记备案机构报送私募基金投资运作等信息。

《私募投资基金监督管理条例》第五十六条 私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员未依照本条例规定提供、报送相关信息，或者有本条例第三十二条所列行为之一的，责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得，并处 10 万元以上 100 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告或者通报批评，并处 3 万元以上 30 万元以下的罚款。

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十五条 私募基金管理人应当根据基金业协会的规定，及时填报并定期更新管理人及其从业人员的有关信息、所管理私募基金的运作情况和杠杆运用情况，保证所填报内容真实、准确、完整。发生重大事项的，应当在 10 个工作日内向基金业协会报告。

私募基金管理人应当于每个会计年度结束后的 4 个月内，向基金业协会报送经会计师事务所审计的年度财务报告和所管理私募基金年度投资运作基本情况。

《私募投资基金监督管理暂行办法》第三十八条 私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员违反本办法第七条、第八条、第十一条、第十四条至第十七条、第二十四条至第二十六条规定的，以及有本办法第二十三条第一项至第七项和第九项所列行为之一的，责令改正，给予警告并处三万元以下罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，给予警告并处三万元以下罚款；有本办法第二十三条第八项行为的，按照《证券法》和《期货交易管理条例》的有关规定处罚；构成犯罪的，依法移交司法机关追究刑事责任。

（二）细化规定

表 1-8 私募股权基金投后管理中关于信息报送的相关规定

➤ 私募基金信息变更	《登记备案新规》第五十五条 私募基金下列信息发生变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 10 个工作日内，向协会履行变更手续： （一）基金合同约定的存续期限、投资范围、投资策略、投资限制、收益分配原则、基金费用等重要事项； （二）私募基金类型； （三）私募基金管理人、私募基金托管人； （四）负责份额登记、估值、信息技术服务等业务的基金服务机构； （五）影响基金运行和投资者利益的其他重大事项。 私募基金备案信息发生变更，有本办法第二十五条第一款第六项规定的情形，或者变更后不符合规定要求的，协会终止办理变更，退回变更材料并说明理由。 《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第二十七条 私募股权基金发生《登记备案办法》第五十五条规定的信息变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 10 个工作日内，向协会报送变更决议文件、变更事项说明函以及下列变更材料，履行变更手续： （一）基金合同约定的存续期限、投资范围、投资策略、投资限制、收益分配原则、基金费用等事项变更的，还应当提交补充协议或者履行基金合同中变更程序所涉及材料； （二）私募基金托管人变更的，还应当提交托管人变更协议、重新签订的托管协议或者基金合同； （三）基金服务机构变更的，还应当提交重新签订的基金服务协议； （四）影响基金运行和投资者利益的其他重大事项变更的，还应当提交相应变更事项所涉及材料； （五）中国证监会、协会规定的其他材料。 私募股权基金发生基金类型变更的，相关程序和材料等要求由协会另行制定。
➤ 私募基金管理人变更	《登记备案新规》第五十六条 私募基金的管理人拟发生变更的，应当按照相关规定和合同约定履行变更程序，或者按照合同约定的决策机制达成有效处理方案。就变更私募基金管理人无法按照前款规定达成有效决议、协议或者处理方案的，应当向协会提交司法机关或者仲裁机构就私募基金管理人变更作出的发生法律效力的判决、裁定或者仲

	裁裁决，协会根据相关法律文书办理变更手续。
➤重大事项报告	《登记备案新规》第六十二条 有下列情形之一的，私募基金管理人应当在 10 个工作日内向协会报告： （一）私募基金管理人及其管理的私募基金涉及重大诉讼、仲裁等法律纠纷，可能影响正常经营或者损害投资者利益； （二）出现重大负面舆情，可能对市场秩序或者投资者利益造成严重影响； （三）私募基金触发巨额赎回且不能满足赎回要求，或者投资金额占基金净资产 50%以上的项目不能正常退出； （四）私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人业务运营、财务状况发生重大变化，或者出现重大信息安全事故，可能引发私募基金管理人经营风险，严重损害投资者利益； （五）私募基金管理人及其法定代表人、董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或其委派代表或者从业人员等因重大违法违规行为受到行政处罚、行政监管措施和纪律处分措施，或者因违法犯罪活动被立案调查或者追究法律责任； （六）中国证监会、协会规定的其他情形。 协会可以视情况要求私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人提供与私募基金管理人经营管理、投资运作有关的资料、信息，前述主体应当配合。
➤法律后果	《登记备案新规》第六十九条 私募基金管理人未按照要求履行信息披露、信息报送、信息变更和重大事项报告义务的，协会可以采取书面警示、要求限期改正、公开谴责、暂停办理备案、限制相关业务活动等自律管理或者纪律处分措施；对直接负责的主管人员和其他责任人员采取书面警示、警告、公开谴责等自律管理或者纪律处分措施。 《登记备案新规》第七十二条 私募基金管理人有下列情形之一的，协会予以公示，提示风险： （一）私募基金管理人的登记备案信息发生变更，未按规定及时向协会履行变更手续； （二）私募基金运作、信息报送和信息披露出现异常；

虽然现行监管体系下，对私募股权基金的投后管理进行了原则性、持续性的规定，对投资运作、信息披露、信息报送等重要投后管理事项也进行了细化的明确，但针对投后管理过程中的日常跟进、人员委派、投后重大风险处置、增值赋能等事项，并无明确的监管规定，仍有赖于实务中私募基金管理人通过自身制度及机制建设来进行明确。

投后管理工作在私募股权基金运作过程中的重要性毋庸置疑，但随着外部经济环境的变化，私募股权基金投后管理过程中面临的挑战也日益加剧，私募基金管理人应建立、完善投后管理相关机制及制度，配备专业的投后管理人员，加强对已投项目的跟进与管

理，方能从已投项目中顺利退出，并取得良好的投资收益。

第二节 法律法规对于私募股权基金投后管理的税务规定

本节将聚焦中国私募股权基金投后管理中的税务政策。随着私募股权基金行业的蓬勃发展，投后管理中的税务处理成为影响基金运营和投资者收益的关键要素。准确理解和把握相关税务政策，对于基金管理人、投资者以及税务从业者而言至关重要。本节旨在介绍中国法律法规框架下，涵盖合伙制基金、公司制基金及契约制基金架构下各主体所适用的主要税务法规，为行业各方提供必要的税务指导。

一、合伙企业相关的税务法规框架

合伙型基金指采用合伙企业组织形态搭建的基金。自 2000 年 1 月 1 日起，国务院发布相关通知¹，规定对个人独资企业和合伙企业停止征收企业所得税，其投资者的生产经营所得，比照个体工商户的生产、经营所得征收个人所得税。具体税收政策的实施办法由国家财税主管部门制定，拉开了合伙企业“穿透”征收所得税的序幕。由于合伙企业被视为所得税法上的透明体，合伙型基金的税法适用性有其特殊之处。合伙型基金涉及到的相关税种主要包括以下三种：

（一）所得税

在所得税方面，依据《中华人民共和国合伙企业法》（“《合伙企业法》”）第六条：“合伙企业的生产经营所得和其他所得，按照国家有关税收规定，由合伙人分别缴纳所得税。”，《财政部、国家税务总局关于印发〈关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定〉的通知》（财税〔2000〕91 号）第五条：“合伙企业的投资者按照合伙企业的全部生产经营所得和合伙协议约定的分配比例确定应纳税所得额，合伙协议没有约定分配比例的，以全部生产经营所得和合伙人数量平均计算每个投资者的应纳税所得额。前款所称生产经营所得，包括企业分配给投资者个人的所得和企业当年留存的所得（利润）。”以及《财政部 国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税〔2008〕159 号）第二条：“合伙企业以每一个合伙人为纳税义务人。合伙企业合伙人是自然人的，缴纳个人所得税；合伙人是法人和其他组织的，缴纳企业所得税。”，合伙企业遵循“先分后税”原则，即合伙企业自身不缴纳所得税，而是由合伙人根据自身性质就合伙企业的生产经营所得和其他所得分别缴纳所得税。对于合伙制基金的所得，如股权转让收益、股息红利等，合伙人需按照相应份额纳入应纳税所得额。

¹ 《国务院关于个人独资企业和合伙企业征收所得税问题的通知》（国发〔2000〕16 号），
https://www.gov.cn/gongbao/content/2000/content_60309.htm

法人合伙人及个人合伙人需分别遵循《中华人民共和国企业所得税法》（“《企业所得税法》”）、《中华人民共和国个人所得税法》（“《个人所得税法》”）等相关法规规定计算其应纳税所得额，最终确定应缴纳的所得税额。

（二）增值税

在增值税方面，根据《中华人民共和国增值税暂行条例》（“《增值税暂行条例》”）和《营业税改征增值税试点实施办法》（财税〔2016〕36号附件一）规定，在中华人民共和国境内销售货物或者加工、修理修配劳务，销售服务、无形资产、不动产以及进口货物的单位和个人，为增值税的纳税人，应当依照本条例缴纳增值税。合伙企业作为增值税的纳税义务人，应根据其从事的业务活动确定增值税纳税义务。

根据现行增值税法规，企业取得的股息红利通常不涉及增值税。取得的利息收入，或持有金融产品期间取得投资收益，则需视投资收益是否构成保本收益、固定利润或保底利润而确定合伙企业的增值税纳税义务。《财政部、国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号附件一附注）规定，“贷款，是指将资金贷与他人使用而取得利息收入的业务活动。各种占用、拆借资金取得的收入，包括金融商品持有期间（含到期）利息（保本收益、报酬、资金占用费、补偿金等）收入、信用卡透支利息收入、买入返售金融商品利息收入、融资融券收取的利息收入，以及融资性售后回租、押汇、罚息、票据贴现、转贷等业务取得的利息及利息性质的收入，按照贷款服务缴纳增值税。以货币资金投资收取的固定利润或者保底利润，按照贷款服务缴纳增值税。”《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》（财税〔2016〕140号）进一步解释，“《销售服务、无形资产、不动产注释》（财税〔2016〕36号）第一条第（五）项第1点所称‘保本收益、报酬、资金占用费、补偿金’，是指合同中明确承诺到期本金可全部收回的投资收益。金融商品持有期间（含到期）取得的非保本的上述收益，不属于利息或利息性质的收入，不征收增值税。”因此，对于持有金融产品期间所取得的投资收益，如其性质不构成保本收益、固定利润或保底利润，则不涉及增值税纳税义务；如其性质构成保本收益、固定利润或保底利润，则需按贷款服务缴纳增值税，适用税率为6%（一般纳税人），或征收率3%（小规模纳税人）²。

需要提示的是，财税〔2016〕36号附件一第二十七条规定，“下列项目的进项税额不得从销项税额中抵扣：（六）购进的贷款服务。”，但在新出台的《中华人民共和国增值税法》（2026年1月1日生效）中，正列举纳税人不得抵扣的进项税额未包括购进贷款服务相应的进项税，对于贷款服务的进项税额是否能够抵扣，预计有可能在增值税法实施细则中明确。

² 根据《关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告2023年第19号），增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税。该政策执行至2027年12月31日。为简便阅读，本文中对于增值税小规模纳税人的税率统一按标准税率表述为3%，下同。

如涉及金融商品转让，如转让上市公司股票、债券等，需按照财税〔2016〕36号规定的税率和计税方法计算缴纳增值税。财税〔2016〕36号附件一附注规定，“金融商品转让，是指转让外汇、有价证券、非货物期货和其他金融商品所有权的业务活动。其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让。金融商品转让，按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额。转让金融商品出现的正负差，按盈亏相抵后的余额为销售额。若相抵后出现负差，可结转下一纳税期与下期转让金融商品销售额相抵，但年末时仍出现负差的，不得转入下一个会计年度。金融商品的买入价，可以选择按照加权平均法或者移动加权平均法进行核算，选择后36个月内不得变更。金融商品转让，不得开具增值税专用发票。”因此，合伙制基金如转让上市公司股票、债券等（非上市公司股权一般不包括在金融商品的范围内），需按金融商品转让缴纳增值税，适用税率为6%（一般纳税人），或征收率3%（小规模纳税人）。

合伙制基金如涉及从事货物销售、服务提供等其他应税行为，也需相应缴纳增值税。

（三）印花税

根据《中华人民共和国印花税法》（“《印花税法》”）：“在中华人民共和国境内书立应税凭证、进行证券交易的单位和个人，为印花税的纳税人，应当依照本法规定缴纳印花税。本法所称应税凭证，是指本法所附《印花税法税目税率表》列明的合同、产权转移书据和营业账簿。”，在基金募集、投资以及投后阶段，基金需要就签订的应税凭证，根据适用税率缴纳印花税。

举例来说，合伙企业签订的产权转移书据，如股权转让书据（不包括应缴纳证券交易印花税），应按价款的万分之五缴纳印花税；合伙企业签订的租赁合同，应按租金的千分之一缴纳印花税。通常来说，合伙企业签订的基金管理人合同不涉及缴纳印花税。

二、针对法人合伙人及公司制基金的主要税务法规框架

（一）企业所得税

《企业所得税法》及实施条例是合伙制基金的法人合伙人、公司制基金及基金的非居民投资人所得税处理的核心法规。

《企业所得税法》第五条：“企业每一纳税年度的收入总额，减除不征税收入、免税收入、各项扣除以及允许弥补的以前年度亏损后的余额，为应纳税所得额。”第六条：“企业以货币形式和非货币形式从各种来源取得的收入，为收入总额。包括：（一）销售货物收入；（二）提供劳务收入；（三）转让财产收入；（四）股息、红利等权益性投资收益；（五）利息收入；（六）租金收入；（七）特许权使用费收入；（八）接受捐赠收入；（九）其他收入。”第十八条：“企业纳税年度发生的亏损，准予向以后年

度结转，用以后年度的所得弥补，但结转年限最长不得超过五年。”第二十二條：“企业的应纳税所得额乘以适用税率³，减除依照本法关于税收优惠的规定减免和抵免的税额后的余额，为应纳税额。”第五十三條：“企业所得税按纳税年度计算。纳税年度自公历1月1日起至12月31日止。”第五十四條：“企业所得税分月或者分季预缴。企业应当自月份或者季度终了之日起十五日内，向税务机关报送预缴企业所得税纳税申报表，预缴税款。企业应当自年度终了之日起五个月内，向税务机关报送年度企业所得税纳税申报表，并汇算清缴，结清应缴应退税款。企业在报送企业所得税纳税申报表时，应当按照规定附送财务会计报告和其他有关资料。”

1、合伙制基金的法人合伙人

合伙制基金按照“先分后税”原则分配给法人合伙人的所得，应并入其应纳税所得额计算缴纳企业所得税。

根据相关法规及目前的征管实践，合伙制基金分配给法人合伙人的所得包括基金自被投资企业分回的股息、红利的，不能适用居民企业之间分红免税的政策。根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（“《企业所得税法实施条例》”）第八十三条规定，“企业所得税法第二十六条第（二）项所称符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益，是指居民企业直接投资于其他居民企业取得的投资收益。”由于法人合伙人是通过合伙制基金投资于居民企业，因此通常认为不属于“直接投资”。

2、公司制基金

公司制基金作为独立法人实体，需就其全部应税所得缴纳企业所得税。应税所得的计算遵循企业所得税法及其实施条例规定，涵盖基金运营过程中的各项收入，减除不征税收入、免税收入、各项扣除以及允许弥补的以前年度亏损后的余额，为且应纳税所得额。

公司制基金自被投资居民企业分得的符合条件的股息红利，以及公司制基金的居民法人投资人从基金分得的符合条件的股息红利，可享受居民企业之间分红免税的政策。

3、基金的非居民投资人

如非居民投资人在中国境内未设立机构、场所，或者虽设立机构、场所但取得的所得与其所设机构、场所没有实际联系的，其来源于中国境内的所得，应当缴纳预提所得税，现行适用税率为10%。

如非居民投资人在中国境内设立机构、场所且取得的所得与该机构、场所有实际联系的，就其取得的所得按一般企业所得税的规定缴纳，税率通常为25%。

此外，如双边税收协定（安排）另有规定的，按照协定（安排）的规定执行。

³ 根据《企业所得税法》第四条，“企业所得税的税率为25%。”，即标准税率为25%。但依据具体情形，可能存在不同适用税率。为了简化，本报告统一按照标准税率介绍。

（二）公司型创业投资企业特殊优惠政策

《关于中关村国家自主创新示范区公司型创业投资企业有关企业所得税试点政策的通知》（财税〔2020〕63号）规定，“对示范区内公司型创业投资企业，转让持有3年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过50%的，按照年末个人股东持股比例减半征收当年企业所得税；转让持有5年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过50%的，按照年末个人股东持股比例免征当年企业所得税。”《关于上海市浦东新区特定区域公司型创业投资企业有关企业所得税试点政策的通知》（财税〔2021〕53号）也有类似优惠政策规定，“对上海市浦东新区特定区域内公司型创业投资企业，转让持有3年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过50%的，按照年末个人股东持股比例减半征收当年企业所得税；转让持有5年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过50%的，按照年末个人股东持股比例免征当年企业所得税。”

上述政策为公司型创业投资企业在税务规划和运营决策方面提供了更多灵活性。基金管理人及相关投资人需关注这些政策，结合自身实际情况，合理节税，提高投资回报率。

（三）增值税及印花税

法人合伙人及公司制基金也会涉及增值税和印花税，相关涉税影响与合伙企业的增值税和印花税基本相同，此处不再赘述，详见上文相关内容。

需要特别指出的是，公司制基金在其募集阶段，需就营业账簿缴纳印花税，计税基础为实收资本（股本）、资本公积合计金额，适用税率为万分之二点五。在以后年度，如记载的实收资本（股本）、资本公积合计金额比已缴纳印花税的实收资本（股本）、资本公积合计金额增加，也应按照增加部分计算应纳税额。

三、针对个人合伙人的主要税务法规框架

（一）个人所得税

《个人所得税法》及实施条例规定了自然人的所得税纳税义务。个人合伙人从基金取得的所得，应根据所得性质分类纳税。

财税〔2000〕91号第四条规定，“个人独资企业和合伙企业（以下简称企业）每一纳税年度的收入总额减除成本、费用以及损失后的余额，作为投资者个人的生产经营所得，比照个人所得税法的“个体工商户的生产经营所得”应税项目，适用5%-35%的五级超额累进税率，计算征收个人所得税。前款所称收入总额，是指企业从事生产经营以及与生产经营有关的活动所取得的各项收入，包括商品（产品）销售收入、营运收入、劳务服务

收入、工程价款收入、财产出租或转让收入、利息收入、其他业务收入和营业外收入。”依据《国家税务总局关于〈关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定〉执行口径的通知》（国税函〔2001〕84号）的规定，个人合伙人从基金取得的利息、股息、红利所得，需按“利息、股息、红利所得”应税项目，适用20%税率计算缴纳个人所得税。

对于个人投资人转让基金份额，根据《个人所得税法》的规定，应以转让收入减除财产原值和合理费用后的余额，为应纳税所得额，按照财产转让所得缴纳20%的个人所得税。

此外，对于满足特定条件的基金，其个人合伙人的所得税税务处理有特别规定，将在第三章对此进行介绍。

（二）增值税及印花税

个人合伙人也会涉及增值税和印花税，除下述特别关注点外，相关涉税影响与合伙企业的增值税和印花税大体类似，此处不再赘述，详见上文相关内容。

特别地，个人合伙人增值税影响需额外关注如下两点：一是根据《增值税一般纳税人登记管理办法》（国家税务总局令第43号）第四条，“下列纳税人不办理一般纳税人登记：（二）年应税销售额超过规定标准的其他个人。”，即自然人无法办理一般纳税人登记，也即自然人无法按一般纳税人计税规则抵扣进项税额。二是根据《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》（财税〔2016〕36号附件三）第一条，“下列项目免征增值税：（二十二）下列金融商品转让收入。5. 个人从事金融商品转让业务。”，即自然人取得的金融商品转让相关收益可免征增值税。

四、针对契约制基金的主要税务法规框架

（一）所得税

实践中通常认为契约制基金不属于所得税纳税义务人。基金投资人自基金取得收益后，根据投资人的具体性质按照相应的税务法规纳税，如《企业所得税法》及《个人所得税法》。

（二）增值税

根据《财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号）以及《财政部 税务总局关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税〔2017〕56号）的相关规定，契约式基金属于资管产品范畴。

在增值税处理上，其运营过程中取得的增值税应税收入，如基金层面取得的利息收入或金融商品转让收入，应由基金管理人作为纳税人，按照 3%征收率缴纳增值税。对利息收入或金融商品转让收入的判定以及计税方式，详见上文相关内容，此处不再赘述。

（三）印花税

契约制基金印花税影响与合伙企业的印花税相同，此处不再赘述，详见上文印花税相关分析。

五、税收征管的基本法规框架

（一）税收征管法和条例

《中华人民共和国税收征收管理法》（“《税收征收管理法》”）及其实施条例构成了税收征管的基本法律框架。该框架涵盖了税务登记、纳税申报、税款征收、税务检查、税收保全与强制执行等多个方面，确保了税收征管的全面性和规范性。以下介绍部分征管的规定。

• 纳税申报

纳税申报环节，纳税人需按照《税收征收管理法》第二十五条规定，如实办理纳税申报，报送纳税申报表、财务会计报表以及税务机关根据实际需要要求纳税人报送的其他纳税资料，为税款征收提供准确依据。

• 滞纳金规定

该规定旨在促使纳税人按时履行纳税义务，避免税款拖欠。《税收征收管理法》第三十二条规定，“纳税人未按照规定期限缴纳税款的，扣缴义务人未按照规定期限解缴税款的，税务机关除责令限期缴纳外，从滞纳税款之日起，按日加收滞纳税款万分之五的滞纳金”。

• 税收保全

税收保全与强制执行措施则是在纳税人不履行纳税义务时，税务机关依法采取的保障税收收入的手段，依据《税收征收管理法》第三十七条、第三十八条、第四十条等规定，税务机关可以采取扣押、查封、依法拍卖或者变卖等措施，确保国家税收权益不受侵害。

• 追征期规定

《税收征收管理法》对不同情形下的税款追征期限进行了明确。《税收征收管理法》第五十二条规定，“因税务机关的责任，致使纳税人、扣缴义务人未缴或者少缴税款的，

税务机关在三年内可以要求纳税人、扣缴义务人补缴税款，但是不得加收滞纳金。因纳税人、扣缴义务人计算错误等失误，未缴或者少缴税款的，税务机关在三年内可以追征税款、滞纳金；有特殊情况的，追征期可以延长到五年。对偷税、抗税、骗税的，税务机关追征其未缴或者少缴的税款、滞纳金或者所骗取的税款，不受前款规定期限的限制。”

《中华人民共和国税收征收管理法实施细则》（“《税收征收管理法实施细则》”）第八十一条规定，“税收征管法第五十二条所称纳税人、扣缴义务人计算错误等失误，是指非主观故意的计算公式运用错误以及明显的笔误。”，以及第八十二条规定，“税收征管法第五十二条所称特殊情况，是指纳税人或者扣缴义务人因计算错误等失误，未缴或者少缴、未扣或者少扣、未收或者少收税款，累计数额在 10 万元以上的。”

• 税务检查

税务机关有权按照《税收征收管理法》第五十四条的规定进行检查，并通过检查发现纳税人是否存在偷税、漏税、逃税等违法行为。

（二）税务征管领域发展趋势

近年来，我国税务征管领域积极响应国家政策导向，大力推进“放管服”改革。在简政放权方面，持续精简办税流程，如国家税务总局发布的《关于进一步深化税务系统“放管服”改革 优化税收环境的若干意见》（税总发〔2017〕101 号），明确提出要简化办税程序，减少纳税人资料报送，提高办税效率。众多地区积极推行“最多跑一次”改革，通过优化办税流程、整合办税资料，让纳税人切实感受到办税的便捷性，降低了办税成本。

同时，税务机关不断加强事中事后监管力度。运用大数据、人工智能等前沿技术手段，构建了更为高效的风险防控体系。根据《中共中央办公厅 国务院办公厅关于进一步深化税收征管改革的意见》⁴，其中要求全面推进税收征管数字化升级和智能化改造，比如应加快推进智慧税务建设，“充分运用大数据、云计算、人工智能、移动互联网等现代信息技术，着力推进内外部涉税数据汇聚联通、线上线下有机贯通，驱动税务执法、服务、监管制度创新和业务变革，进一步优化组织体系和资源配置。2022 年基本实现法人税费信息“一户式”、自然人税费信息“一人式”智能归集，2023 年基本实现税务机关信息“一局式”、税务人员信息“一员式”智能归集，深入推进对纳税人缴费人行为的自动分析管理、对税务人员履责的全过程自控考核考评、对税务决策信息和任务的自主分类推送。2025 年实现税务执法、服务、监管与大数据智能化应用深度融合、高效联动、全面升级。”依据《国家税务总局关于深入学习贯彻〈关于进一步深化税收征管改革的意见〉的通知》（税总发〔2021〕21 号），税务机关要落实发票电子化改革、金税四期建设，把“以数治税”理念贯穿税收征管全过程；并且更精准地进行税务监管，

⁴ 中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于进一步深化税收征管改革的意见》，
https://www.gov.cn/zhengce/2021-03/24/content_5595384.htm

既以最严格的标准防范逃避税，又避免影响企业正常生产经营，实现对市场主体干扰最小化，监管效能最大化。

北京基金小镇研究院

第二章

私募股权基金的投后管理现状



第一节 私募股权市场投后管理多视角洞察

一、背景：监管演变及市场环境

2014年5月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（“国九条”），以专门篇幅提出要“培育私募市场”，将私募基金的发展提高到了一定战略高度。紧随其后，2014年8月，证监会发布并施行《私募投资基金监督管理暂行办法》，这是首个专门监管私募基金的部门规章。其中第十四条明确规定了私募基金管理人的职责，包括募集资金、管理基金财产、进行投资运作等。从2015年2月起，基金业协会出台了有关私募基金的一系列自律文件，包括《私募基金募集行为管理办法》、《私募基金托管业务管理办法》等7项办法和《私募基金合同内容与格式指引》、《私募基金内控指引》2个指引，从备案登记、信息披露、募集行为等诸多维度规范私募行为，强化事后监管。在这个阶段，对私募基金的专门监管初见成效，具体到有关投后管理的监管才刚刚起步。

2016年基金业协会出台的《私募投资基金募集行为管理办法》第六条明确规定，募集机构应当恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉，防范利益冲突，履行说明义务、反洗钱义务等相关义务，承担特定对象确定、投资者适当性审查、私募基金推介及合格投资者确认等相关责任。2018年《资管新规》落地，为资管行业统一监管时代拉开序幕。资管新规强调资产管理业务要功能监管与机构监管相结合，此时投后管理变得愈发重要。

随着国内资本市场的日益成熟、行业监管政策的逐步落定与完善，进入2020年，私募基金迎来新的爆发性增长时期。2020年12月，证监会公布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，第六条规定了私募基金管理人应当履行的职责，包括确保资金的合法来源，不得进行非法集资，以及确保投资运作符合法律法规和基金合同约定。

2023年国务院出台《私募投资基金监督管理条例》，作为中国私募投资基金行业的首部行政法规，它进一步完善了私募基金行业的监管规则体系。条例明确了私募基金的总体监管原则，在第九条和第十条明确了对管理人和托管人的投后管理要求，在第十七至十九条规定了投资运作规范，包括信息披露和报告义务，同时在第四十条强化了私募基金管理人和托管人的法律责任。以上条款都直接或间接地涉及私募基金的投后管理。

同年，证监会出台《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》，其中第五十一条明确规定，私募基金管理人应当按照规定和基金合同约定，对私募基金进行有效投后管理，及时了解投资对象的运营和财务状况，督促投资对象按照规定和投资协议约定运用资金，及时采取有效方式切实维护私募基金财产安全。

《中华人民共和国公司法（2018年修订）》修订后，作为被投资企业股东的知情权范围扩大，股东有权查阅、复制公司章程、股东名册、股东会会议记录、董事会会议决议、

监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。该条款赋予了股东知情权，特别是能够反映公司经营状况与财务信息的会计账簿查阅权。只有在知情的基础上，投资机构股东才能有效地参与项目投后管理、重大决策、依法享有资产收益并行使《公司法》《公司章程》及《投资协议》等法律法规及投资交易文件中赋予的各项股东权利，这有利于投资机构股东更有效地参与项目投后管理。同时《中华人民共和国公司法（2018年修订）》修订后，私募基金向被投资企业委派的董监高的责任加重并新增赔偿责任，这意味着私募基金管理人在向被投资企业委派董监高时，不仅需要关注对被投资企业的监管，还需要注意被委派的董监高的自身责任风险。这也间接要求私募基金管理人应在基金投后管理过程运用自己的专业能力和投资经验充分履职。

综上所述，尽管近年来对私募基金投后管理的监管政策不断完善，但国内对私募基金投后管理的监管起步较晚，在法律法规和基金业协会自律规则层面，与投后管理相关的规定仍然较少且不够详尽与完备，故而不少私募基金管理人往往“重投资、轻管理”，致力于法律尽职调查等前期工作而忽视了投资协议执行、项目跟踪、项目治理、增值服务等投后管理工作。

二、维度：基金策略层面、项目单体层面

在私募股权及风险投资领域，投后管理是确保投资成功的关键环节。它不仅涉及基金层面的战略规划，也包括对单个投资项目的精细化管理。这一部分将从基金策略和项目单体两个维度，深入探讨投后管理的实践与挑战。



图 2-1 私募股权基金投后管理框架

◆ 基金策略层面

基金策略层面的投后管理，关注的是基金整体的投资组合和战略规划。这包括对基金的投资策略、资产配置、风险控制和退出机制等方面的管理。

- 投资策略的制定与执行

投资策略是基金成功的关键。一个明确的投资策略可以帮助基金管理人识别和选择符合基金投资目标的项目。这通常涉及对市场趋势的分析、行业研究、竞争环境评估以及潜在投资机会的筛选。在投后管理环节，投资策略重点考虑下列两大内容：首先是对被投资公司实施风险管控，预防出现意料之外的重大风险，其次是为被投公司提供增值服务。并且基金管理人需要定期回顾和调整投资策略，运用大数据、量化分析等技术手段，对市场走势、行业表现等进行深入研究，确保投资策略与市场变化和基金目标保持一致，保持投资策略的灵活性和前瞻性，提升基金在市场中的竞争力。

• 资产配置优化

资产配置是基金策略的重要组成部分。基金管理人需要根据市场情况和基金的投资目标，对不同行业、不同阶段的企业进行合理的资产配置。在逻辑上大类资产配置的步骤分为四步：a、确定投资目标、确定风险约束条件 b、确定投资范围、界定资产类别 c、归纳各类资产风险收益特征和投资比例 d、执行与再平衡。这个过程不仅涉及资金的分配，也包括对投资组合的持续监控和调整，以实现风险和收益的平衡。

• 风险控制

风险控制是投前投后管理的核心。基金管理人需要建立一套有效的风险管理体系，包括对投资项目的风险评估、风险预警和风险应对。投后管理的风险控制，要点在于差异化。私募基金管理人在进行投后管理工作时，需要根据被投企业实际情况建立分级分类的差异化处理机制，完善风险评估等级，例如根据风险的类别、原因、程度及发展趋势，划分为一级、二级、三级，分别对应高、中、低风险。并根据不同的风险等级，设立与之相对应的投后风险预警机制，在内外环境变动时，按风险预警机制中的预定程序和处置权限处理。当然除风险处置预案外，还需要及时与相关负责人员沟通每一次风险的实际状况，具体情况具体分析，进而提高缓释或化解突发风险的从容度。这要求基金管理人对市场动态、行业变化和企业运营有深入的了解，并能够及时调整投资策略以应对潜在风险。

• 退出机制的设计

退出机制是基金策略的重要组成部分。基金管理人需要根据市场情况和投资项目的发展阶段，考虑不同退出路径的收益和风险，设计合适的退出策略，包括 IPO、并购、股权转让等。在这之前私募基金管理人也需要加强被投企业的退出管理，定期评估被投企业的经营业绩和发展趋势，避免错失最佳退出时机。

◆ 项目单体层面

项目单体层面的投后管理，关注的是对单个投资项目的管理和增值服务。这包括对项目的跟踪评估、价值提升、风险控制和退出管理。

- **财务监控与分析**

财务监控是投后管理的基石，它要求投资机构对投资项目的财务状况进行持续的监控和分析。这包括定期审查财务报表，如月度、季度、半年度和年度报表，以及对重大合同、业务经营信息、投资活动和融资活动等关键信息的监控。投资机构需要密切关注企业的现金流状况，包括现金流入和流出的预测，以及现金池的管理和优化。通过对财务数据的深入分析，投资机构可以及时发现企业的财务问题，并提供相应的解决方案，以确保企业财务的稳健和投资的安全。

- **运营监控与评估**

除了财务监控，投后管理还涉及到对企业运营状况的持续监控和评估。这包括对企业的生产、销售、市场推广、客户服务等各个环节的监控，以及对企业运营效率和效果的评估。投资机构需要定期与企业管理层进行沟通，了解企业的运营计划和进展，以及面临的挑战和机遇。通过对运营数据的分析，投资机构可以为企业提出改进建议，帮助企业优化运营流程，提高运营效率，从而提升企业的竞争力和盈利能力。

- **风险控制**

风险管理是投后管理的重要组成部分，它要求投资机构对投资项目可能面临的各种风险进行识别、评估和控制。这包括市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等。投资机构需要建立一套完善的风险管理体系，包括风险识别、风险评估、风险控制和风险报告等环节。通过对风险的持续监控和评估，投资机构可以及时发现潜在的风险点，并采取相应的风险控制措施，以保护投资的安全和企业的稳定发展。

- **增值服务与资源整合**

投后管理不仅仅是对企业进行监控和评估，更重要的是为企业提供增值服务和资源整合。这包括为企业提供战略规划、市场分析、管理咨询、财务顾问等服务，以及帮助企业引入外部资源，如资金、技术、人才等。投资机构需要根据企业的实际需求，提供定制化的增值服务，帮助企业解决发展中的问题，与当地政府部门做好对接、嫁接资源，提升企业的核心竞争力。同时，投资机构还需要利用自身的网络和资源，为企业引入外部合作伙伴，帮助企业拓展市场、降低成本、提高效率。

- **退出策略与资本运作**

退出策略是投后管理的最终目标，它涉及到对投资项目的退出时机、退出方式和退出价格的规划和决策。投资机构需要根据市场环境、企业状况和投资目标，设计合理的退出策略，包括 IPO、并购、股权转让等方式。通过对退出策略的精心设计和执行，投资机构可以实现投资的增值和回收，达成投资目标。同时，投资机构还需要进行资本运作，包括资产重组、债务重组等，以优化企业的资本结构，提高企业的财务稳定性和市

场竞争力。

（一）基金策略：控制权/并表型、产业/战略型、财务型、夹层等

在私募股权和风险投资领域，投资策略的多样性是其显著特点之一。不同的投资策略反映了基金管理人市场的理解、投资目标以及风险偏好。以下是对控制权/并表型、产业/战略型、财务型和夹层投资策略的深入分析。

投资策略	投资特点	管理挑战	主要退出策略	团队人员组成
控制权/并表型投资策略	高投资额度、长期持有、深度参与、高风险高回报	整合风险、管理复杂性、文化冲突	被战略投资者并购、IPO、二次出售	以投资方的企业管理人员为主
产业/战略型投资策略	产业专注、战略指导、长期投资、协同效应	市场变化、技术更新	产业链并购	需具备产业背景知识及相应的财务、法务及运营知识能力；可通过第三方中介机构进行尽职调查
财务型投资策略	财务导向、短期持有、风险控制	市场波动、财务风险、退出时机	股权转让、回购	更强调投资负责人员的行业背景及相关资源
夹层投资策略	资本结构灵活性、风险收益平衡、多样化投资工具、退出机制多样	市场适应性、法律和监管风险、流动性管理	目标公司及其实际控制人回购	相对专业的投后管理团队（需进行担保增信措施落实、风险资产处置等）

图 2-2 不同投资策略特征梳理

1、控制权/并表型投资策略

控制权/并表型投资策略是指私募股权基金通过收购或投资获得企业控制权，并将其并入基金的财务报表中。这种策略通常涉及对企业的全面管理和运营控制，目的是通过改善企业的运营效率和盈利能力来提升企业价值。

（1）投资特点

控制权/并表型投资通常涉及以下几个特点：

1) 高投资额度：由于需要获得企业的控制权，这类投资往往需要较大的资金投入，这意味着投资者将承担更大的资金压力和流动性风险。

2) 长期持有：控制权投资通常伴随着长期的投资持有期，这是因为企业价值的增长和战略目标的实现往往需要较长时间。投资者通常会在几年甚至更长的时期内持有投资，以等待企业成熟和价值最大化。

3) 深度参与：基金管理人会深度参与企业的管理和决策，包括但不限于参与董事会会议、制定企业战略、优化运营流程、监督财务状况等，以推动企业的战略转型和运营改进。

4) 高风险高回报：由于涉及对企业的全面控制，这类投资通常伴随着较高的风险，这些风险可能来自市场监管、企业管理、行业竞争等多方面，但高风险的背后也存在可能带来的较高的回报。

(2) 管理挑战

控制权/并表型投资面临的管理挑战包括：

1) 整合风险：如何有效整合收购的企业与现有业务，实现协同效应是控制权/并表型投资面临的首要挑战。这不仅涉及业务流程的对接、技术的融合创新，还包括内部人力资源的整合与外部市场客户的协调。

2) 管理复杂性：管理一个被并表的企业需要处理更多的运营和管理问题，如有效决策机制的建立，管理层的融合、财务和运营系统的对接等。

3) 文化冲突：不同企业文化之间的融合可能会带来挑战，价值观、管理风格等各方面都需要互相适应和调整，在找到共同点以促进融合的同时应注意文化差异的识别与尊重，从而建立新的企业文化共同体。

(3) 退出策略

需要说明的是，控制权/并表型投资并不当然寻求退出，其在投资伊始就寻求对目标公司的全面管理和产业整合。只有在相关产业消化不良、运营环境出现整体滑坡的情况下才会寻求退出渠道。

控制权/并表型投资的退出策略通常包括：

1) 被战略投资者并购：寻找对企业有战略意义的买家，以并购形式完成整体退出。

2) IPO：在企业在公开市场完成 IPO 后，通过公开市场出售股份。

3) 二次出售：将企业以老股转让形式出售给其他私募股权基金。

(4) 团队人员组成

控制权/并表型投资在团队人员组成上往往以投资方的企业管理人员为主，并包括投资方的财务、法务、人力资源团队，以评估吸收整合标的公司后对投资方的整体影响以及对接难度。

2、产业/战略型投资策略

产业/战略型投资策略是指私募股权基金基于对特定产业的深入理解和战略布局，选择投资于具有长期增长潜力的企业。这种策略强调对产业趋势的洞察和对企业战略的指导。

(1) 投资特点

产业/战略型投资的特点包括：

1) 产业专注：基金管理人专注于特定产业或产业链的上下游，深入理解产业发展趋势、市场需求和技术革新，搭建广泛的行业网络，有助于整合项目资源，为被投资企业提供有效支持。

2) 战略指导：基于市场趋势和企业自身优势，为企业提供战略规划和市场拓展的指导，提升企业核心竞争力。

3) 长期投资：投资期限较长，注重企业内在价值，而非仅仅关注短期财务回报，以实现产业布局和企业成长为目标。在企业成长的不同阶段，提供持续的资本支持和资源赋能，致力于实现企业长期可持续发展。

4) 协同效应：通过产业整合和协同，提升企业竞争力。

(2) 管理挑战

产业/战略型投资面临的管理挑战包括：

1) 市场变化：产业趋势和市场需求的多变性和不确定性可能影响企业的成长。

2) 技术更新：产业技术不断更新换代可能导致产品周期的缩短，企业需要不断投入研发。并且在技术更新换代的过程中，保护企业的知识产权也是一项重要任务，以防止技术泄露或侵权。

(3) 退出策略

产业/战略型投资的退出策略与其他退出策略大同小异。侧重上，产业/战略型投资更容易实现被产业链的其他主体进行并购实现退出。

(4) 团队人员组成

产业/战略型投资非常依赖团队人员的专业性，除投资负责人员需要具备一定的产业背景知识以外，还需要团队人员具备相应的财务、法务及运营知识能力。必要时，团

队人员也可以通过招聘第三方中介机构的形式进行尽职调查以弥补团队人员能力的不足。

3、财务型投资策略

财务型投资策略是指私募股权基金主要基于财务分析和估值模型，选择投资于具有稳定现金流和良好财务表现的企业。这种策略强调通过财务优化和资本运作来提升企业价值。

(1) 投资特点

财务型投资的特点包括：

1) 财务导向：以财务收益为核心。财务型投资的首要目标是实现投资收益最大化，关注点在于企业的盈利能力、财务健康状况和分红潜力。投资决策过程中，投资者会深入分析企业的财务报表和现金流状况。

2) 短期持有：相对于产业/战略型投资，财务型投资的持有期较短。由于较短的投资期限，财务型投资者更倾向于投资具有较高流动性的资产，以期在较短的时间内实现资本增值，同时以便在需要时快速退出。

3) 风险控制：强调风险控制和投资回报的稳定性。为降低投资风险，财务型投资者通常会构建多元化的投资组合，并且在实际投资前，对项目的各类风险进行全面评估，确保投资安全。在投资过程中，也会持续监控企业运营状况和市场变化，及时调整投资策略，以应对潜在风险。

(2) 管理挑战

财务型投资面临的管理挑战包括：

1) 市场波动：金融市场的波动，如利率波动、汇率风险、经济周期等变化都可能影响企业的财务表现。

2) 财务风险：如何识别和控制企业的财务风险是财务型投资不可避免的管理挑战之一。管理人需要通过审查财务报表、评估财务比率、监控现金流等手段，来发现潜在的财务风险。这对管理人的财务分析能力和行业经验积累提出了很高的要求。

3) 退出时机：为追求最小化退出成本，管理人需要实时跟进市场行情与被投企业动态变化，选择合适的退出时机以实现最大化投资回报。

(3) 退出策略

总的来说，财务型投资本就侧重于目标公司利润的稳定性，因此在投资行业、模型建立上相对保守，更看重企业经营的稳定性。财务型投资的退出策略通常包括：

1) 股权转让：将股权出售给其他投资者或基金。

2) 回购：企业、实控人或管理层按照固定利率进行股份回购。

(4) 团队人员组成

财务型投资与产业/战略型投资人员要求较为类似，但由于该类型更偏重企业的稳定性而非成长性，因此更强调投资负责人员的行业背景及相关资源。

4、夹层投资策略

夹层投资策略是指私募股权基金投资于企业的夹层资本，即介于股权和债务之间的资本形式。这种策略通常涉及对企业的债权和股权的混合投资，以提供企业成长所需的资金。

(1) 投资特点

夹层投资的特点包括：

1) 资本结构灵活性：夹层资本可以根据企业的发展阶段、资金需求、风险承受能力等因素，为企业量身定制融资方案，满足企业个性化的资金需求。

2) 风险收益平衡：相对于纯股权投资，夹层投资的风险较低，但收益也相对有限。

3) 多样化投资工具：包括可转换债券、优先股、次级债等。

4) 退出机制多样：可以根据市场情况和企业表现选择不同的退出方式，包括但不限于股权转让、二次出售、企业回购等。

(2) 管理挑战

夹层投资面临的管理挑战包括：

1) 市场适应性：如何根据市场变化调整资本结构。市场波动可能导致企业估值的不确定性，夹层投资管理者需要持续监测市场动态，包括宏观经济、行业趋势、竞争对手状况等，以便及时重新评估和调整企业的资本结构，以保持企业的竞争力，保护自身投资。

2) 法律和监管风险：夹层资本涉及的法律和监管问题较为复杂。与其他类型的基金相比，夹层投资的监管压力更为多元。为此，夹层投资需要格外注意监管政策的变化，特别是与夹层投资的合法性、税务处理、信息披露等方面的相关政策。同时，夹层投资涉及复杂的合同条款，投资者需要具备专业的谈判能力，以确保合同条款对自身有利。

3) 流动性管理：夹层资本的流动性相对较低，需要有效的流动性管理。一方面，夹层投资者需要确保投资期限与资金来源的期限相匹配，以减少流动性风险；另一方面，投资者需要密切关注企业的现金流状况，确保企业有足够的流动性来满足债务偿还和其他财务需求。

(3) 退出策略

夹层投资的退出策略通常以目标公司及其实际控制人回购为主。由于夹层投资往往涉及被投资方提供的相关担保增信措施，因此其退出往往取决于相关增信措施来源主体的信用风险情况以及担保物的价值波动及流动性情况等，和其他基金相比具有一定的特殊性。

(4) 团队人员组成

相比财务型投资与产业/战略型投资，夹层投资需要对目标公司及实际控制人的担保增信措施进行落实。同时，在出现风险的情况下需要法务团队对风险资产进行处置。因此，夹层投资一般会存在相对专业的投后管理团队对相关事项进行落实。

结论：控制权/并表型、产业/战略型、财务型和夹层投资策略是私募股权和风险投资中常见的几种投资策略。每种策略都有其独特的投资特点、管理挑战和退出策略。基金管理人需要根据自身的投资目标、风险偏好和市场理解，选择合适的投资策略，并建立相应的管理体系和退出机制，以实现投资的成功和基金的增值。在实际操作中，基金管理人还需要不断学习和适应市场的变化，以提升投资决策的准确性和投后管理的有效性。

(二) 项目单体：跟踪及估值、评价体系、增值赋能、加磅/持有/退出

在私募股权和风险投资领域，投后管理是确保投资成功和实现投资回报的关键环节。这一环节包括对投资项目的跟踪及估值、评价体系的建立、增值赋能的实施以及加磅、持有或退出的决策。以下是对这些关键环节的深入分析。

1、跟踪及估值

跟踪及估值是投后管理的基础工作，它涉及对投资项目进行持续的监控和价值评估。

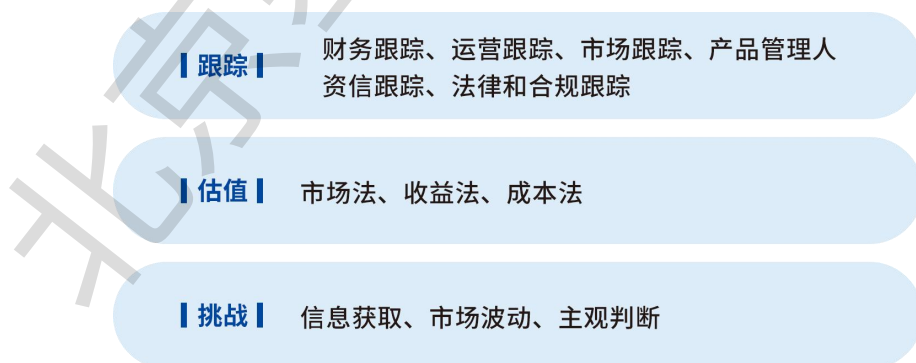


图 2-3 投后管理环节-跟踪及估值

(1) 跟踪

1) 财务跟踪：定期审查企业的财务报表，包括利润表、资产负债表和现金流量表，以监控企业的财务健康状况。

2) 运营跟踪：关注企业的日常运营活动，包括生产、销售、市场推广和客户服务等。通过对生产效率的监控、销售数据的分析以及客户服务的反馈等，评估企业的运营效率。

3) 市场跟踪：通过市场调研和分析，监测行业趋势、消费者偏好、技术发展等，并且关注主要竞争对手的战略动向、产品更新、市场活动等，以评估竞争格局的变化。同时监测市场趋势和竞争对手的动态，以评估企业在市场中的竞争地位。

4) 产品管理人资信跟踪：投后管理部门往往会忽略对产品管理人资信情况进行跟踪，对其资信评级停留在投前尽调时获取的信息。如在投资后遇产品管理人自身发生风险事件、诉讼事件等影响可持续性经营的情况，可能会对公司造成不利影响，因此实时跟踪定期更新产品管理人的股权结构、经营业绩、管理水平、财务状况、行业声誉等内容也是投后管理的重要环节。

5) 法律和合规跟踪：确保企业遵守相关法律法规，避免法律风险。

(2) 估值

1) 市场法：通过选取与目标企业相似的可比公司，比较这些公司的市场交易数据，来估算目标企业的价值。

2) 收益法：基于企业的预期收益来评估企业的价值，意味着投资者和管理人需要重点关注企业未来可能产生的收益流，而不是仅仅依赖于历史业绩或当前的市场条件。这种前瞻性的分析方法能够更准确地反映企业的内在价值和增长潜力。常用的方法包括现金流折现法（DCF）。

3) 成本法：基于企业资产的重置成本来评估企业的价值。这种方法的核心思想在于，一个企业的价值可以通过衡量其资产在当前市场条件下的重建成本来近似估算，尤其是在企业资产的市场价值难以直接衡量时。

(3) 挑战

1) 信息获取：获取准确和及时的信息是跟踪及估值的一大挑战。数据来源的可靠性、数据的完整性、信息更新的时效性以及信息隐私和安全都是获取信息过程中需要注意的地方。

2) 市场波动：市场波动可能影响企业的估值，需要根据市场环境、监管政策、企业经营状况等动态调整估值模型。

3) 主观判断：估值过程中可能涉及主观判断，个人的经验和偏好可能影响其判断，此时就需要专业的财务分析师进行客观分析，以确保估值结果的准确性和可靠性。

2、评价体系

评价体系是投后管理的重要组成部分，它涉及对投资项目的表现进行系统的评价。



图 2-4 投后管理环节-评价体系

(1) 业绩评价

1) 财务业绩：评估企业的财务指标，如营业收入、净利企业盈利能力和财务健康状况。

2) 运营业绩：评估企业的运营指标，如客户留存率、客户日均活跃度、客户满意度、市场份额、生产效率、库存管理等，以洞察企业的内部运营效率和市场竞争能力。

3) 市场业绩：评估企业在市场中的表现，如品牌影响力、客户忠诚度、公众形象等，以理解企业的品牌价值和客户关系。

(2) 风险评价

1) 市场风险：评估市场变化对企业的影响，如市场需求的波动、竞争对手的行为、国际市场的风险等。

2) 运营风险：评估企业运营中可能遇到的风险，如供应链中断、技术故障、人力资源风险、产品质量问题等。

3) 法律和合规风险：评估企业可能面临的法律和合规风险，如知识产权侵权、环保法规违反等。

(3) 挑战

1) 评价指标的选择：选择合适的评价指标是建立评价体系的关键，这主要涉及指标与评价目的的相关性、涵盖评价对象的全面性、指标自身的可操作性等。

2) 数据的准确性：确保评价数据的准确性和可靠性是一大挑战，它可以通过数据来源的严格筛选验证、数据收集的科学化、数据审计与复核等步骤进行保障。

3) 评价的客观性：保持评价的客观性和公正性，保证评价标准的一致性、评价过程的透明性与评价人员的独立性，避免主观偏见的影响。

3、增值赋能

增值赋能是投后管理的核心目标。为了实现这一目标，投资机构通常会采取一系列措施来提升被投企业的价值。具体而言，增值服务涵盖了为投资项目提供战略指导、管理咨询、市场拓展等多个环节（见图 2-5），这些都是提升企业价值不可或缺的部分。

增值赋能中存在的挑战：

1) 资源投入：增值服务需要大量的资源投入，包括资金、时间和专业知识等。有时候一些投资机构及其管理人缺乏相应专业技能和经验，或者存在对被投企业的业务模式、市场环境和技术需求理解不足的情况。这种能力不足会导致提供的服务无法有效地解决被投企业面临的问题或助力被投企业发展。

2) 文化差异：不同企业的文化差异可能影响增值服务的实施。在提供增值服务时，需要考虑到如何帮助企业适应和融合不同的文化元素，以促进跨文化合作和提高团队效能。

3) 效果评估：评估增值服务的效果是一大挑战，需要建立有效的评估机制，采取统一的评估标准，并且长期跟踪评估，以期了解增值服务对企业发展的持续影响。



图 2-5 投后管理环节-增值赋能

4、加磅/持有/退出

加磅、持有或退出是投后管理的最终目标，它涉及对投资项目的未来进行决策。这一系列决策不仅仅是简单的投资行为选择，而是基于对投资项目未来发展前景的深入分析、市场趋势的精准判断以及风险与回报的平衡考量。每一个决策都直接影响到投资组合的表现、资本的增值潜力以及投资者的整体投资策略成功与否。可以说加磅、持有或退出是投资者在整个投资布局中实现资本最优配置和风险有效管理的战略体现。

(1) 加磅

1) 市场机会：在市场出现行业扩张等机会时，通过加磅投资来获取更高的回报。

2) 企业成长：在企业快速成长时，通过加磅投资来分享更多的成长红利。当企业获得了新的竞争优势，如技术突破或重要合作伙伴，加磅投资可以进一步巩固这些优势。

3) 风险控制：在风险可控的情况下，通过加磅投资来分散投资组合风险，提高投资的安全性，尤其是在其他投资项目表现不佳时。

部分私募基金会通过 SHA 股东协议中的优先购买权等形式保证新一轮增资。

(2) 持有

1) 长期价值：对于具有长期增长潜力的企业，选择持有以获取持续的回报。这种策略通常适用于那些处于快速发展的行业、拥有核心竞争力或者具有良好商业模式的企业。

2) 市场不确定性：在市场不确定性较高时，选择持有以等待更好的退出时机。通过持有，投资者可以避免在市场低迷时期被迫低价出售资产，同时保持对未来市场复苏的期待。

3) 企业转型：在企业进行战略转型时，选择持有以支持企业的转型，它体现了投资者对企业未来发展的信心和承诺。

(3) 退出

退出策略的制定需要基于对投资项目深入的了解和市场环境的精准判断。投资机构必须对被投企业的财务状况、市场地位、竞争环境、管理团队以及行业发展趋势等进行全面分析，以确定最佳的退出时机和方式。这通常涉及到对企业未来现金流的预测、市场估值的评估以及潜在买家的识别。

在退出过程中，投资机构需要考虑多种因素，包括但不限于企业的估值、市场情绪、宏观经济状况、行业趋势以及监管环境。这些因素都可能对退出的时机和条件产生重大影响。例如，在市场繁荣时期，企业估值往往较高，这可能为投资机构提供了一个较好的退出窗口。相反，在市场低迷时期，可能需要更多的耐心和策略来实现退出。

退出方式的选择同样至关重要。常见的退出方式包括 IPO、并购、股权转让、回购、清算等。每种方式都有其特定的优势和局限性，投资机构需要根据实际情况来选择最合适的退出路径。IPO 可以为投资机构带来较高的回报，但同时也伴随着较长的准备时间和较高的不确定性。并购则可以快速实现资金回流，但可能需要对价格进行妥协。股权转让和回购则更加灵活，可以根据市场条件和企业需求进行调整。

结论：跟踪及估值、评价体系、增值赋能以及加磅、持有或退出是私募股权和风险

投资中投后管理的关键环节。这些环节涉及对投资项目的持续监控、系统评价、增值服务和投资决策。基金管理人需要建立有效的管理体系和决策机制，以确保投资的成功和实现投资回报。在实际操作中，基金管理人还需要不断学习和适应市场的变化，以提升投后管理的效率和效果。

三、组织：投管团队的组成、侧重点及发展

（一）从投管团队组成到管理模式的多样性

目前国内私募股权基金在投管团队的组成上是存在一定的多样性的。从整体上而言，成立时间较早、市场化程度较深的管理人，在投后管理体系建设及投后团队组织方面显得更为完备，能够为被投企业提供的投后管理赋能和资源也越丰富。投资阶段来说，早期投资机构的投后管理相对更具有产业特点及个性化，而中后端投资机构的投后管理与之相比则愈发呈现大而全的特点。

现阶段国内管理人采用的投后管理模式主要有以下四类模式：投资经理负责制、投后部门负责制、协同负责制和外包服务制。

投资经理负责制的核心为“谁投谁负责”。由于投资经理个人参与了投前投中投后的全程各个阶段，对所投项目有着深入和全面的了解，能够对被投企业的痛点难点提供有针对性的投后管理措施。该模式权责相对清晰，和被投企业沟通成本也相对较低，但存在的问题包括投资团队精力要求较高、人员离职后的对接、内控管理要求较高等。

相应的，部分成熟的管理人会选择建立专业化的投后管理团队，以进行投前投后的专业化、合规化分工。投后管理团队根据要求定期进行投后监测、回访、资源对接等相应事项，同时也会根据团队中人员的知识构成为被投企业提供资格补助申报、财税法专项服务、人力资源对接等个性化服务。

考虑到一些管理人在人员团队人数及专业性方面相对欠缺，且投前投后交接不成熟可能导致的一系列问题，部分管理人会采用相对折衷的投前投后协同负责制，由投资团队负责与被投企业的对接与沟通，进行企业回访，收集企业的财务信息、业务数据、行业情况等，而投后团队则集中提供资源对接及增值服务。相较于投后部门负责制，协同负责制兼顾了投资团队的工作压力以及投后人员的成本及专业要求，是很多管理人目前适用的模式。

外包服务制是指将投后工作委托给外部专业机构负责并单独支付费用的模式。少数国内的大型集团下属的基金管理人，会依托自身机构的发展阶段和集团的平台资源，通过集团组建符合自身需求的投后管理咨询服务团队。该团队独立于基金管理人，但承担一部分投后管理职能，并向管理人或被投企业独立收费。也有极少基金管理人会

尝试聘请专业的管理咨询机构，负责项目的投后管理工作。此种模式可以解决投资团队的投后管理专业度和投入精力不足的问题，但是由于外部机构的服务目的和额外增加的投后管理成本，在市场上的普及度不高。

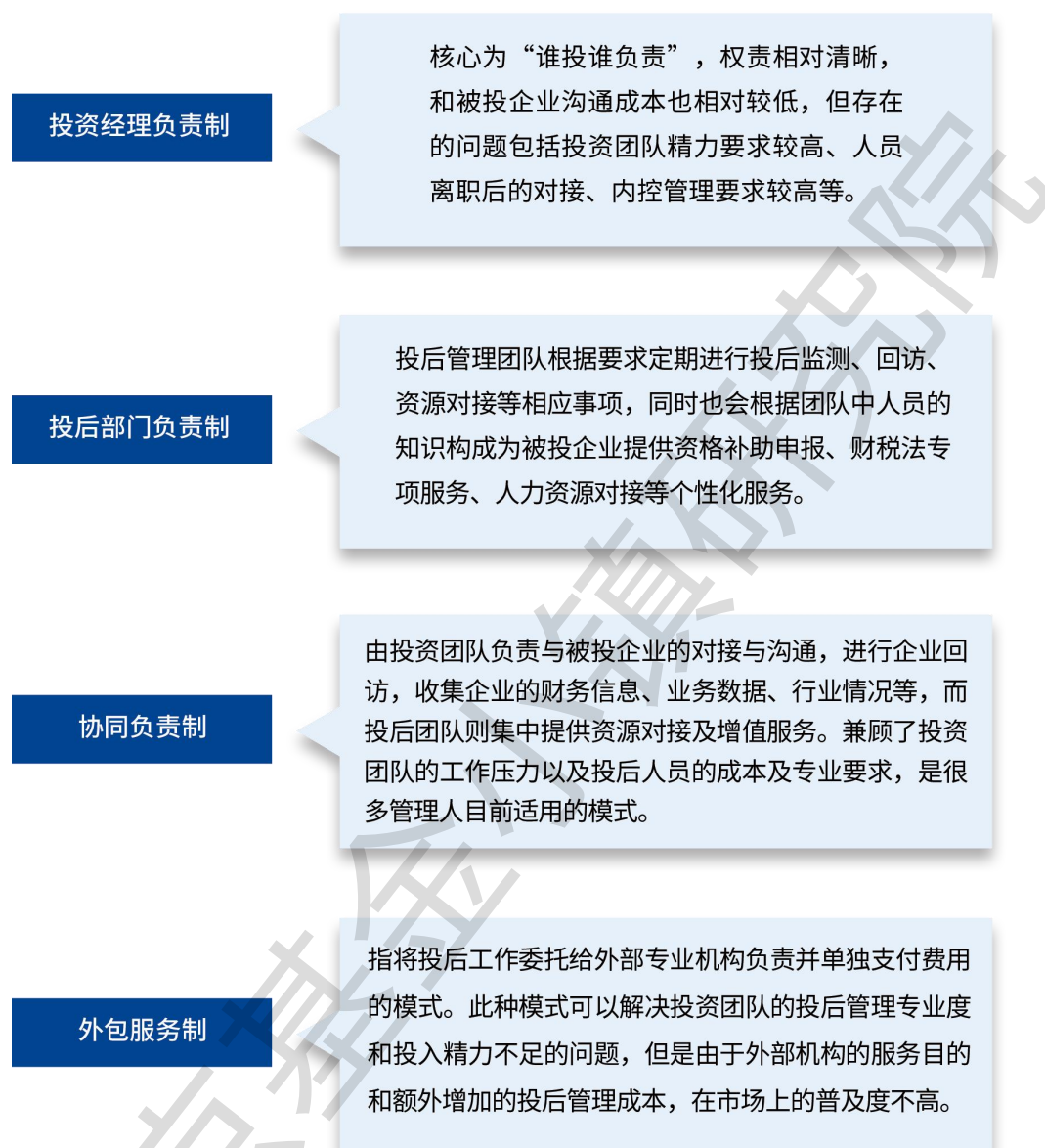


图 2-6 国内管理人投后管理模式

（二）针对不同阶段、不同标的的资源投入侧重

投管团队在对不同阶段和不同标的企业进行投资时，需要根据企业的发展阶段、行业特性、市场环境以及自身的投资策略来决定资源投入的侧重点。以下是对不同阶段和不同标的企业资源投入侧重的分析。

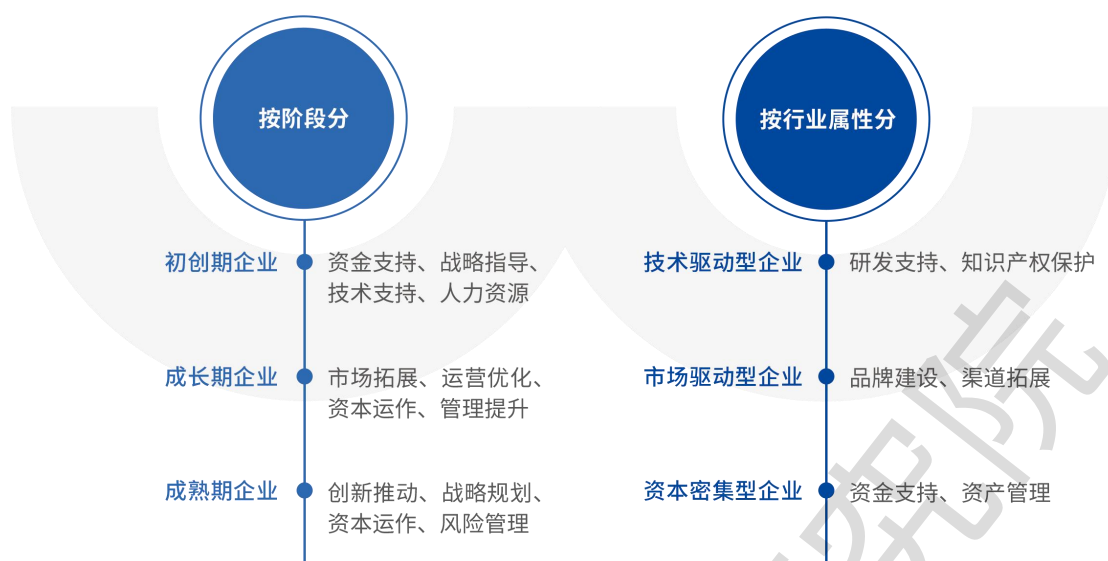


图 2-7 针对不同阶段、不同标的的资源投入侧重

1、初创期企业

初创期企业通常处于产品开发和市场验证阶段，对资金和战略指导的需求较高。

资源投入侧重：

1) 资金支持：提供必要的启动资金，帮助企业完成产品开发和初步市场推广。

2) 战略指导：协助企业制定清晰的商业模型和市场定位，提供战略规划建议，这包括帮助企业分析市场趋势，识别竞争对手，制定长期目标和短期计划，以及建立可持续的竞争优势。

3) 技术支持：提供技术顾问服务，帮助企业解决产品开发中的技术难题，这可能涉及引进先进的技术解决方案，提供技术培训，或者帮助企业建立研发实验室和团队。

4) 人力资源：协助企业招聘关键岗位人才，建立高效的团队。这包括但不限于人才的搜寻、评估以及后续员工的培训与发展。

2、成长期企业

成长期企业已经在市场上取得了一定的立足点，需要进一步扩大市场份额和优化运营。

资源投入侧重：

1) 市场拓展：提供市场分析和营销策略，帮助企业扩大市场份额，获得持续性竞争优势。

2) 运营优化：协助企业优化供应链管理、生产流程和客户服务，提高运营效率。

3) 资本运作：协助企业根据其资金需求进行融资规划，包括股权融资、债务融资，

帮助企业寻找合适的战略投资者。

4) 管理提升：提供管理培训和咨询服务，定制个性化培训方案，帮助企业提升管理水平和团队执行力。

3、成熟期企业

成熟期企业通常已经在市场上占据了稳定的地位，需要进一步巩固市场地位和探索新的增长点。

资源投入侧重：

1) 创新推动：鼓励和支持企业进行产品创新和技术升级，以应对市场竞争。

2) 战略规划：协助企业进行长远的战略规划，探索新的业务领域和增长机会。

3) 资本运作：提供并购咨询和 IPO 辅导服务，帮助企业对接合适的中介机构，如券商、会计师事务所、律师事务所等。

4) 风险管理：建立全面的风险管理体系，包括风险的识别与评估、紧急预案的制定等，帮助企业识别和管理潜在风险。

4、不同标的企业的资源投入侧重

不同的标的企业，由于其行业特性、发展阶段和市场环境的不同，需要投管团队在资源投入上有不同的侧重。

(1) 技术驱动型企业

1) 研发支持：提供研发资金和技术支持，推动企业的技术创新和产品升级。

2) 知识产权保护：协助企业进行知识产权申请和保护，确保企业的技术优势。同时，帮助企业对接高校、研究所、大型企业以及政府职能部门。

(2) 市场驱动型企业

1) 品牌建设：提供品牌建设和市场推广的资源，帮助企业提升品牌影响力。

2) 渠道拓展：协助企业建立和优化销售渠道，对接具有影响力的客户，提高产品的市场渗透率和产品知名度。

(3) 资本密集型企业

1) 资金支持：提供充足的资金支持，满足企业的生产和扩张需求。

2) 资产管理：协助企业进行资产管理和资本运作，提高资本的使用效率。

结论：投管团队在对不同阶段、不同标的企业进行资源投入时，需要根据企业的特点和需求来决定资源投入的侧重点。通过提供资金支持、战略指导、市场拓展、运营优

化、资本运作、管理提升等资源，投管团队可以帮助企业实现快速成长和价值提升。同时，投管团队还需要根据企业的行业特性和发展阶段，灵活调整资源投入的策略和重点，以实现最佳的投资效果。

（三）从业团队及个人的变化趋势

随着全球经济的发展和金融市场的演变，私募股权和风险投资行业的从业团队正经历着显著的变化。这些变化趋势不仅影响着投资策略和决策过程，也对团队结构和个人职业发展产生了深远的影响。



图 2-8 从业团队及个人的变化趋势

私募股权和风险投资行业的从业团队正经历着专业化、多元化、技术驱动、客户导

向、可持续发展和合规与风险管理等变化趋势。这些趋势要求从业团队不断适应市场的变化，提升自身的专业能力、技术应用和风险管理水平。

四、投后管理中的数字化赋能与 ESG 投资理念

（一）数字化：助力风险识别与数据管理

“十四五”规划和 2035 远景目标纲要指出，要从全局高度认识和推动数字经济高质量发展，促进数字技术和实体经济深度融合。以此为背景，数字化被视为各投资平台发展的核心竞争力。投资机构在投后通常都需要定期了解企业运营状况，进行财务报表、经营数据等数据收集工作，同时对被投企业进行持续的风险监控。实践中，往往会存在一些问题：一方面项目投后管理周期较长、面临的变化较多，会存在风险识别不到或识别标准不一致、出现风险而无法及时应对的情况，另一方面，投后管理的重点内容之一是基金信息披露，但会存在被投企业或子基金数据收集、梳理、统计分析效率低，数据繁杂不及时、不准确等情况。

此时投资机构需要数字化的方法和工具，如 BI 报表、数据仪表盘等，解决投后管理中风险识别、数据收集与分析等难题。利用软件和系统进行数据的收集与分析，能够提升数据收集的效率和准确度，并且大数据存储技术也为投后智能化转型提供技术支持。投资机构也可以利用数字化技术搭建自己的风险管理系统，设定各项风险点类型与不同的风险等级和风险权重，以便于进行风险的识别与预警提示。

世界知名的资产管理公司贝莱德集团就是数字化转型的成功先例。该公司自主开发的阿拉丁（Aladdin）系统包括 11 个数据中心，能够运行数十亿个经济场景的预测，并基于预测检查客户投资组合中的每一项资产。其中风控模块提供可配置报告、假设分析工具，帮助客户了解投资组合的绩效、风险与敞口。财富管理平台可通过资产类别、地理位置等多途径了解投资组合风险敞口；自动识别需要关注的客户和投资账户，并进行警报提醒。

（二）ESG 投资：驱动企业可持续发展

ESG 投资，又称可持续投资，主要强调企业在环境（Environment）、社会（Social）和公司治理（Governance）方面的表现。投资方主要考察企业中长期可持续发展的潜力，从而找到既能创造股东价值又能创造社会价值的投资标的。

监管的强制要求、投资者的需要及消费者和其他社会群体的期待使得可持续发展成为企业的一项战略要务。对于资管机构而言，ESG 投资不仅可以提高公司的可持续经营能力，同时也可以转换成财务指标和全要素生产率的量化提升：将 ESG 纳入投资决策，有利于提升消费者满意度，减少消费顾虑；在获得相关的税收抵免与激励的同时通过分

配资本至更可持续的资产提升投资回报，从而补偿 ESG 投入；并且采取 ESG 投资策略的资管机构更容易获得可持续金融机构的青睐，进而能够开拓新的融资渠道。

在投后管理阶段，优秀的私募基金管理人需要帮助投资企业，理解 ESG 的内涵及其对企业高质量运营的影响，设立实际可行的 ESG 愿景目标。基金管理人应监督投资协议中关于 ESG 事项的约定，可以通过参与公司治理的 ESG 投资策略、聘请外部顾问或组建专门团队等方式，定期评估目标公司的 ESG 相关指标。此外，基金管理人还应利用自身优势和经验，帮助目标公司实现 ESG 发展目标，推动 ESG 体系建设。

第二节 国际市场投后管理实践

相比国内私募股权市场近三十余年集中发展，国外私募基金投资及投后管理经历了更长时期的发展演变，自 19 世纪末期美国石油、钢铁和铁路行业出现私募股权投资雏形，到 1946 年美国研究与发展公司（American Research and Development Corporation）成立并着力扶持二战后中小企业发展，再到并购投资兴起、养老金入场、金融危机前后的美欧市场及离岸基金发展变化，国外监管环境、金融市场、投资市场及投后管理实践，在不同时期的监管侧重和市场演变中形成了适应相应环境的操作实践。

就投后管理而言，国外私募基金的实践模式一方面随国内私募股权市场的高速发展和学习借鉴而在很大程度上趋于同质，一方面也随国外出资人、私募基金及基金管理人特别是美元资金/基金/管理人积极投身于国内市场而得以引入境内并交叉发展。尽管如此，国外私募基金由于监管环境和市场环境等基础土壤的自身特点，其投后管理实践仍呈现出体系相对成熟、重视并购语境下的产业运营管理和强管控、更为契合数字化/ESG 等科技和市场热点的特色。

本节尝试从理解国外私募基金监管演变概况出发，综合叙述若干国外基金投后管理实践的不同维度、团队发展及对类型化问题的应对。关于国外私募基金投后管理的操作实践的介绍和总结，系基于对若干境外头部基金相关团队实务经验的沟通了解，同时纳入境内主流双币基金对境外、境内项目的投管实践总结。

根据与实务人士的沟通，不论是控股并购后的躬身入局，精益化、数字化改造，还是针对大量少数股权被投企业的专门领域增值服务和资源对接，或是集中于个别行业纵向深耕，孵化创业或运营增效，相当一部分私募基金投后管理的初心和起点，是希望为企业的发展变革做增量，希望深入业务和运营的细节、在技术及产业革新中亲身下场，一方面与企业家站在一起，利用私募基金集聚资金和资源的优势及专业团队，携手重构企业各个环节价值链，打造长期发展价值，一方面发挥私募基金核心团队自身的创业者特质、倾向和相对通用于不同行业、在某一专业领域的经验沉淀，在投资的同时运营甚至孵化、创立企业，吸引并聚集顶尖的业务领域人才，为企业家打造发挥才干的舞台并持续赋能。这些略显“理想主义”实践所体现出的思路，不同于单纯获取转手收益的交

易型思路，在资金、投资机会、退出机会相对不那么充裕的市场环境下，面临着“不直接创造投资收益”的内外部挑战；体现在投后管理团队成员的日常工作中，一方面如其他中后台职能条线一样，面临持续性自证价值的内部挑战，一方面在不同国别、地域被投项目的投后管理中，也面临投管是否应随项目“本地化”的不同决策倾向，而往往难以得到跨区域输出的机会。

一、背景：监管演变及市场环境（以美国、欧盟、开曼群岛及英属维尔京群岛、新加坡为例）

（一）美国：以金融危机为观察点，宽严交替的监管政策

美国拥有全球规模最大、监管体系最成熟的基金市场。私募基金大致分为对冲基金（hedge funds）、私募股权基金（private equity funds, or PE funds）与风险投资基金（venture capital funds, or VC funds）。前者大致可理解为二级市场基金，后两者大致可理解为一级市场基金；而在以“合格投资者、私募发行”为核心特点的一级市场基金中，基金及管理人数量巨大，且单体规模相对较大、在并购市场更为活跃的私募股权基金（特别是其管理人）越来越进入监管者的视线，与此同时，风险投资基金仍更多享受注册登记等豁免政策，被认为对金融体系的系统性风险影响相对较小。

1、1929 年金融危机：以信息披露、投资者保护为核心的美国早期监管体系

证券法的传统观念认为私募基金投资者具备较强的谈判能力和自我保护能力，因而对各类私募基金实行宽松监管，在立法层面给予私募基金较多豁免与优惠。

1933 年美国《证券法》（Securities Act）⁵，要求所有投资证券发行和交易活动必须符合相关登记注册规定或相关豁免条件。《证券法》对“证券”一词做出广泛解释，涵盖了公开和非公开发行的权益⁶。

同时，SEC 根据《证券法》制定了 Regulation D，允许部分类型的证券发行可以不经 SEC 的注册程序。Regulation D 的第 504、505 和 506 规则提供了三种豁免备案要求的合规选择⁷。

第 504 和 505 规则限定的发行金额上限分别为 100 万和 500 万美元，因而私募股权基金通常会选择发行金额无上限的第 506 规则，满足该条款的私募基金可以免于在 SEC 注册：

⁵ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

⁶ 美国证券交易委员会（United States Securities and Exchange Commission, SEC）以发行对象数量为基准划分“公开发行”与“非公开发行”两种发行方式，认定面向不超过 25 人的发行一般不会被认定为“公开发行”。之后，美国联邦最高法院在 SEC 诉 Ralston Purina Co. 一案中，美国联邦最高法院否定了发行对象数量的判断标准，认定必须检查该发行是否符合证券法所要求的“完全披露作出知情的投资决策所必需的信息”以及“发行对象是否需要证券法的保护”

⁷ [https://en.wikipedia.org/wiki/Regulation_D_\(SEC\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Regulation_D_(SEC))

- 506(b)规定,如果某基金的投资人中非资信投资人(non-accredited investors)人数不超过 35 人,且这些非资信投资人都具有一定的投资经验,那么该基金股权的发行不用依据《证券法》进行登记,但基金必须向非资信投资人进行信息披露。在此条规定下,基金必须采取非公开的方式发行。
- 506(c)规定,如果某基金的投资人全部为资信投资人(qualified investors),那么该基金不用依据《证券法》进行登记披露。在此规定下,如果基金能保证所有投资人都为资信投资人并采取合理措施验证其资信投资人身份,那么该基金可以面向社会进行公开宣传以募集投资。

1934 年《证券交易法》(Securities Exchange Act, 1934)⁸,进一步规范了证券的流通市场。SEC 作为联邦政府的独立机构,负责执行和监督证券法律。

在资产管理方式更多样、投资公司逐渐成为重要金融中介的背景下,1940 年《投资公司法》(Investment Company Act, 1940)⁹,赋予 SEC 对投资公司的全面监管权:

- 第 3(a)条,投资公司是任何事实上或者宣称自己是专门从事证券投资或再投资业务的机构。
- 第 8 条,所有符合条件的投资公司必须在 SEC 进行注册。这项注册要求投资公司详细披露其组织结构、资产负债、投资策略和管理人员等信息,确保投资者能够获得充分的财务和经营信息。

《投资公司法》适用主体非常广泛,涵盖各类投资和再投资机构,对冲基金、共同基金均须满足第 8 条的注册要求。

为避免对私募基金的过度监管,《投资公司法》也设置了第 3(c)(1)条和第 3(c)(7)条两项豁免条款:

- 第 3(c)(1)条,允许不超过 100 位投资人参与的私募基金豁免注册,前提是该基金不以公开募集方式发行证券。
- 第 3(c)(7)条,如果投资者均为“合格购买人”(qualified purchasers),如拥有超过 500 万美元的投资资产的个人或 2500 万美元的机构,私募基金可以豁免注册,但不得进行公开募集。

根据《投资公司法》,一旦被认定为“投资公司”,投资主体将受制于该法之下的复杂规范限制:

- 第 12 条,投资公司在资产配置上必须遵守一定的杠杆比例限制,以避免过高风险。投资公司需将至少 40%的资产投资于证券,以便为投资者提供稳定的投资回报;

⁸ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

⁹ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf>

- 第 10 条，投资公司的董事会至少 40% 必须为独立董事，以保障公司治理的独立性。

对于杠杆水平和借贷额度的限制、对信息披露及治理结构的要求，特别是对获取 carry interest 而非仅限于固定收益的限制，限缩了私募基金扩大投资的自由交易行为，故大部分投资公司都会寻求满足第 3（c）（1）条、第 3（c）（7）条的豁免条件。

除私募基金本身需要注册，符合条件的私募股权基金的管理人也需要履行注册义务。1940 年《投资顾问法》（Investment Adviser Act）¹⁰ 要求投资顾问通过 SEC 进行登记注册，部分管理人可享豁免。比如，客户均为州政府等政府实体，或仅管理私募股权基金且资产规模小于 1.5 亿美元的顾问可以豁免在 SEC 注册。此外，外国顾问若不在美国提供顾问服务，且美国客户或投资者较少，也可享受豁免。

2、2008 年金融危机：从保护投资到防范系统性风险的监管理念转变

2008 年金融危机之后，美国对私募基金的监管理念发生了深刻变化。此前，美国的投资基金监管以投资者保护为核心，通过注册和信息披露手段，在投资者具备获取信息的渠道和能力并相应作出投资决策的前提下，放松监管要求。而危机的爆发使监管者意识到私募基金与系统性风险的关联程度可能远比其此前想象的高，进一步提升通过监管私募基金防范系统性风险的重要性。

2010 年，奥巴马政府推动出台《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Act）¹¹，在为防范系统性金融风险做出相关规定的同时，修订 1940 年《投资顾问法》中的豁免条款，扩大需登记的投资主体范围，并授权 SEC 收集豁免注册管理人的相关信息。

《多德-弗兰克法案》第四章私募基金投资顾问注册法案（the Private Fund Investment Advisers Registration Act, 2010）删除了《投资顾问法》中原有的私募基金管理人注册豁免条款，确立了新的私募基金管理人注册制度。在该制度下，只有以下三类私募基金管理人享有豁免资格：

- 风险投资基金的管理人；
- 受管理资产（Asset Under Management, AUM）在 1.5 亿美元以下的私募基金管理人；
- 符合条件的外国私募基金管理人。

而不符合豁免条件的管理人仍需注册。

为了灵活而全面地评估和应对金融系统性风险，多德-弗兰克法案创设了金融稳定监督委员会（Financial Stability Oversight Council, FSOC），并授权其收集各类金融机构的相关信息，以评估风险发生的可能性；设立美国消费者金融保护局（United

¹⁰ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

¹¹ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-9515/pdf/COMPS-9515.pdf>

States Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)，负责监管抵押贷款、信用卡等个人金融产品的交易，防止金融机构对个人实施欺诈行为，维护公平和透明的金融市场环境。

特朗普政府执政期间，国会通过了《多德-弗兰克法案》修正案（Dodd-Frank Act Amendment）（正式名称：Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act）¹²，对原《多德-弗兰克法案》进行了多项放宽和修正，其中也包括不再要求资产管理规模低于 1.5 亿美元的小型私募基金管理人进行注册等。

2023 年 8 月 23 日，SEC 发布针对私募基金顾问的监管新规，要求对冲基金和私募股权机构向投资人详细披露季度费用与开支，然而这一规定于 2024 年 6 月 5 日被美国第五巡回法院驳回。法院认为，SEC 超越了其法定权限，干涉了私募基金的内部治理结构，强调 SEC 不能利用《投资顾问法》第 206 条对私募基金投资者设定直接的披露义务。

一方面，私募基金市场的扩张要求其保留运营的灵活性；另一方面，监管机构需要收集私募基金行业的信息来评估其可能产生的系统性风险。同时，行政监管与司法审查之间的权力平衡也影响监管政策的适用与执行。

（二）欧盟：“超国家”的统一私募基金监管体系

不同于美国或开曼、BVI 等离岸金融中心，欧盟并非单一国家或地区，而是由多个成员国组成的政治和经济联盟。在 2008 年金融危机以前，欧盟仅通过 1985 年颁布的《欧盟可转让证券集合投资计划》（Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS）¹³，对公募基金进行有限监管，且未在欧盟层面制定针对私募基金的具体定义或法律文件。

2008 年金融危机不仅改变了美国的金融监管观念，也使欧盟意识到尽管私募基金不直接面向大众投资者，但其规模和杠杆效应可能引发系统性风险并产生跨境效应。此外，由于欧盟成员国之间的私募基金监管存在较大差异，欧盟希望通过统一的法规框架，避免成员国间因监管不一致而导致不公平竞争，确保私募基金在欧盟内部得到一致监管。

2011 年，欧盟通过《另类投资基金管理人指令》（Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD）¹⁴，正式将私募基金纳入监管体系中，明确私募基金的概念内涵，即“另类投资基金”（Alternative Investment Fund, AIF）。

根据 AIFMD 第 4 条，“另类投资基金”是指从事集合投资事业的企业（collective investment undertakings），符合该定义需满足以下条件：

¹² <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-115publ174/html/PLAW-115publ174.htm>

¹³ <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/ucits>

¹⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>

- 从众多投资者处筹集资本，并为了那些投资者的利益，按照明确的投资政策进行的投资；
- 不要求得到 Article 5 of Directive 2009 /65 /EC 的批准。

AIFMD 适用并监管另类投资基金管理人 (Alternative Investment Fund Manager, AIFM)¹⁵而非另类投资基金本身 (与既监管基金又监管管理人的《可转让证券集合投资计划》相反)。

除此之外，AIFMD 还规范了另类投资基金管理人的资格认定程序，即任何基金管理人，只要其管理的基金的总额超过 20 万欧元，就需要获得金融监管委员会 (CSSF) 的批准；同时，AIFMD 赋予完成注册的基金管理人“单一护照”，使其可在整个欧盟自由开展业务，促进了资金的跨境流动；更重要的是，要求这些基金定期披露其投资策略、费用结构、流动性风险和杠杆使用等信息，以保护投资者权益。

《另类投资基金管理人指令》统一了成员国对私募基金的分散监管，尤其对私募基金予以了特别规制。同时，《指令》要求欧盟成员国必须在 2013 年 7 月 22 日之前依照《指令》内容在本国进行相应的 AIFM 立法，以形成统一完整的基金监管体系。

面对金融危机后的低迷市况，欧盟针对创投基金进行了鼓励性的立法。根据 AIFMD 第 3 条第 2 款规定，小规模另类投资基金管理人可在一定程度上豁免适用 AIFMD 的监管要求。而为了进一步保护投资于风险投资基金和社会企业的小规模另类投资基金管理人，欧盟于 2013 年颁布了《欧盟风险投资基金条例》(European Venture Capital Funds Regulation, EuVECA)¹⁶和《欧洲社会企业基金条例》(European Social Entrepreneurship Regulation, EuSEF)¹⁷，作为 AIFMD 的补充，为小规模另类投资基金管理人提供了简化的注册流程和合规要求，从而鼓励早期创业和社会企业的资本流动。这些管理人管理的基金就成为了欧盟风险投资基金或欧盟社会企业基金，仍可以享受单一护照制度、取得在欧盟境内销售基金的权利。

此后，为进一步改善金融市场透明度，欧盟于 2014 年通过《欧盟市场金融工具指令 II》(MiFID II)¹⁸，引入了新的交易场所类型，包括多边交易设施 (MTF) 和交易所 (OCT)，对算法交易和高频交易实施更严格的监管；2021 年 11 月 25 日，欧盟就另类投资基金的委托安排、流动性风险管理、监管报告、存管和托管服务的提供以及贷款发放等方面对《另类投资基金管理人指令》提出修订意见 (《另类投资基金管理人指令 II》)，并于 2023 年达成临时协议。

AIFMD II 强化了对私募基金杠杆使用的监管，促进欧盟各成员国之间的监管协调，尤其是在跨境私募基金运营和监管方面，通过建立更加统一的监管标准，降低不同国家

¹⁵ “另类投资基金管理人”是指经营管理一个或多个另类投资基金的法人

¹⁶ <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/summary/european-venture-capital-funds.html>

¹⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0346>

¹⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0065>

之间的监管差异，促进资本市场的整合，并鼓励另类投资基金管理人在投资决策过程中考虑 ESG 因素，将可持续投资要求引入私募基金行业中。

（三）离岸基金

近年来，以开曼群岛(Cayman Islands)和英属维尔京群岛(British Virgin Islands)为典型的传统离岸基金中心迫于国际反洗钱和反恐融资合规的要求，相继推行了更为严格的基金本土化、透明化监管政策，离岸中心作为美元基金设立地的优势有所减小，大量基金受新加坡、香港等在岸金融中心吸引，追求更为宽松且稳健的合规环境。

1、开曼群岛

早期法律框架主要基于开曼群岛《公司法》(Companies Act, 现已修订至 2023 版本)¹⁹和《豁免有限合伙法》(Exempted Limited Partnership Act, 现已修订至 2021 版本)²⁰。在开曼设立的基金，除了每年需缴纳少量的登记费用外，其所有的营业收入与利润均无需向开曼政府征税，吸引了众多国际企业和投资者选择开曼作为税务规划和资产配置的首选地。

21 世纪初期，大量的国际投资与金融活动涌入开曼群岛，加之全球对金融透明度和投资者保护的要求不断提高，尤其是国际反洗钱标准和税务透明化的要求促使开曼群岛制定相应的法律框架。2003 年，开曼通过《共同基金法》(Mutual Funds Act, 现已修订至 2021 版本)²¹，要求所有共同基金必须在开曼金融管理局(Cayman Islands Monetary Authority, CIMA)注册，为后续私募基金的专门监管奠定了基础。

2018 年 6 月，欧盟商业税收行为准则小组(European Union's Code of Conduct Group (Business Taxation))发布打击全球税基侵蚀与利润转移措施的范围文件(scoping paper)。文件明确指出，在审查各国税收政策的同时，将评估其是否符合欧盟有效治理和公平征税标准，重点考察经济实质问题对各国和地区的影响。2018 年 10 月，OECD 有害税收实践论坛(FHTP)发布《在无税或仅有名义税收的管辖区恢复应用实质性活动因素》报告，宣布在对避税地审核时重启应用实质性活动标准。欧盟随即跟进，明确成员国不得为旨在吸引利润而不反映实际经济活动的离岸架构和安排提供便利，进一步突出经济实质要求并配套出台惩罚性措施。

英属维尔京群岛和开曼群岛随后迅速颁布了“经济实质法”²²，作为对国际层面税收监管要求的回应与承诺，两部法规自 2019 年 1 月 1 日起生效。

2018 年 12 月 27 日，开曼通过《国际税务合作（经济实质）法》(The International Tax

¹⁹ https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/1961/1961-0003/CompaniesAct_2023%20Revision.pdf

²⁰ https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/2001/2001-0005/ExemptedLimitedPartnershipAct_2021%20Revision.pdf

²¹ https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/1993/1993-0013/MutualFundsAct_2021%20Revision.pdf

²² 经济实质指企业需向当地政府申报该公司的实际经营情况（包括公司的业务范围、实际经营地址、员工数量、资产负债状况等）

Co-Operation (Economic Substance) Act, 现已修订至 2024 版本)(以下简称“《经济实质法》”)²³。根据该法,任何在一个财政年度期间进行“相关活动”并获得相关收入的“相关实体”必须满足有关经济实质要求,需通过与该活动相关的经济实质测试(Economic Substance Test, 简称 ES 测试),并每年向开曼税务信息局(Tax Information Authority, TIA)提交申报。除基本申报要求外,不进行任何相关活动的相关实体无需满足 ES 测试。

《公司法》、《豁免有限合伙法》、《共同基金法》《经济实质法》四部法规,结合《海外账户纳税法案》(FATCA)/共同申报准则(Common Reporting Standard)与《反洗钱条例》)(Anti-Money Laundering Regulations)的部分条款,初步构建了早期开曼群岛的私募基金监管合法性基础。由于部分私募基金未在开曼群岛金融管理局注册,其运营、投资和风险的信息披露较少,私募基金在开曼群岛的设立仍然享有宽松的监管环境。

2、英属维尔京群岛

早期,BVI 对私募基金的监管相对宽松,主要依赖于离岸金融中心的隐私和税收优势来吸引私募基金设立。

2001 年 12 月,BVI 通过《金融服务委员会法案》(Financial Services Commission Act, 2001),正式确立 BVI 金融服务委员会(Financial Services Commission, FSC)为独立的金融服务监管机构,负责对投资基金、公司注册、保险、银行和信托等进行监管。此后,FSC 作为独立的监管部门,逐步建立了完善和稳定的投资基金监管体系。

FSC 设立后,BVI 的私募基金监管主要依赖 2004 年颁布的英属维尔京群岛《商业公司法》(Business Companies Act, BCA)²⁴和《银行和信托公司法》(Bank and Trust Companies Act, BTCA)²⁵,这两部法律侧重于主体的组织形式要求。

2010 年,BVI 通过《证券与投资业务法》(Securities and Investment Business Act, SIBA)²⁶。作为 BVI 最核心的基金监管法规,该法对基金主体实施了更为严格的监管。该法要求:共同基金在特定条件下需注册,并获得 BVI 金融服务委员会的许可。

所谓共同基金,是 BVI 根据投资者是否可以自由申购赎回为标准,将基金分为开放式基金和封闭式基金两大类,后者则是通常所说的私募投资基金(Private Investment Fund, PIF)。SIBA 仅适用于开放式基金,而封闭式基金无需在 SIBA 框架下向 FSC 进行注册或备案²⁷。

²³https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/2018/2018-0045/InternationalTaxCo-operationEconomicSubstanceAct_2024%20Revision.pdf

²⁴ https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/bvi_business_companies_act.pdf

²⁵ https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/banks_and_trust_companies_act.pdf

²⁶ <https://www.bvifsc.vg/library/legislation/securities-and-investment-business-act-revised-2020>

²⁷ SIBA 没有明确使用开放式基金与封闭式基金的定义方式,用“具有开放性质”指代权益可以由投资者自由赎回的资金种类。

封闭式基金本身虽不受 SIBA 的监管,但其管理人、行政管理人和托管人因从事 SIBA 项下规定的“投资活动”(investment activity),需要事先取得相应的投资管理许可。鉴于该许可申请条件较为严格,2012 年 12 月 10 日,BVI 颁布《投资业务(获准管理人)条例》(Investment Business (Approved Managers) Regulations, AMR)²⁸及《获准投资人指引》(Approved Investment Managers Guidelines, AIMG)²⁹,为投资业务管理人提供了较为宽松的“轻监管”制度:

符合以下条件者可申请成为“获准管理人”:

- 申请人若管理开放式基金,其管理总资产价值不得超过 4 亿美元;和/或若管理封闭式基金,认缴出资总额不得超过 10 亿美元;
- 仅为以下客户类别提供咨询: (i) SIBA 框架下的私募基金和专业投资者基金 (ii) 根据 BVI 法律注册的与私募基金或专业投资者基金类似的封闭式基金 (iii) 在 BVI 认可司法管辖区(如开曼、中国、新加坡、澳大利亚、日本和香港)注册且具有私募或专业基金特征的基金 (iv) 在非 BVI 认可司法管辖区注册的具有私募、专业或封闭式基金特征的外国基金,其全部或大部分资产投资于上述(i)或(ii)的基金结构;
- 申请人须在开展投资业务前至少七天以规定的形式向 FSC 提交申请,并支付 1000 美元的申请费。

2015 年,BVI 颁布《证券与投资条例(孵化基金和获准基金)(2015)》(Securities and Investment Business Incubator and Approved Funds Regulations, 2015)³⁰,进一步规范 BVI 内的各类基金主体。但至此,BVI 仍未针对私募基金制定专门的条例或法案。

直至 2019 年 12 月,BVI 通过《证券与投资业务法修正案》(Securities and Investment Business Act, SIBA)³¹和《私募投资基金条例》(Private Investment Funds Regulations, PIFR)³²,正式将私募基金纳入了监管范围,为 BVI 基金的注册、运营、监管及税务处理提供了明确的框架和指引,BVI 也开始走向了一条更严格的监管道路。

3、离岸监管收紧:透明度和合规升级的国际压力

(1) 开曼群岛

2020 年 2 月 7 日,开曼颁布《2020 年私募基金法》(Private Funds Law, 2020)

²⁸https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/documents/Legislation/Insurance/investment_business_approved_managers_regulations_2012.pdf

²⁹https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/documents/Policies%20and%20Guidelines/approved_investment_managers_guidelines_final.pdf

³⁰https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/securities_and_investment_business_incubator_and_approved_funds_regulations_2015.pdf

³¹https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/securities_and_investment_business_act.pdf

³²https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/private_investment_funds_regulations.pdf

及其配套法规（《私募基金条例（2020）》（Private Funds Regulations, 2020）和《私募基金（例外和过渡）条例（2020）》（Private Funds（Savings and Transitional Provisions）Regulations, 2020）³³。

根据《私募基金法》，私募基金定义为满足以下条件的任何公司、单位权益或合伙：

- 其主要业务为出售和发行其投资权益；
- 其目的或结果为汇集投资人资金（Pooling of Investor Funds）、分散投资风险并允许投资人从其收购、持有、管理或处置投资的行为中获得利益或收入；
- 其投资权益的持有人对投资的收购、持有、管理或处置不具有日常的控制权；
- 其投资由基金运营者（Operator）统一管理，且基金运营者将直接或间接因其管理行为、基于该公司、单位权益或合伙的资产、收益或收入而获偿。

该定义在后续出台的《2020 年开曼群岛私募基金（修订）法案》（Cayman Islands Private Funds（Amendment） Law, 2020）中，又有所扩张³⁴。

法案同时明确，以下三类不属于“私募基金”的实体：

- 根据开曼《银行及信托公司法》（Banks and Trust Companies Law）或开曼《保险法》（Insurance Law）持牌的人士；
- 根据《互助协会法》（Building Societies Law）或《友好协会法》（Friendly Societies Law）注册的团体；
- 非基金安排（Non-fund Arrangements）。

法案在其附件中列举了非基金安排的 25 类情形，其中经常遇到的包括：养老基金、证券化 SPV、合资公司、附带权益及跟投计划、持股工具和单一家族办公室。另外，“受监管的共同基金”（Regulated Mutual Fund）和“欧盟关联基金”（EU Connected Fund）亦不受法案监管。

《私募基金法》及其配套法规的出台将以往不受开曼金融管理局监管的开曼私募基金全部纳入到了注册体系中，要求其向 CIMA 完成注册并履行合规义务。

2021 年，反洗钱金融行动特别工作组（Financial Action Task Force On Money Laundering, FATF）将开曼列入其在反洗钱（Anti-Money Laundering）/打击资助恐怖主义（Countering the Financing of Terrorism）领域加强监测的管辖区名单，即加强监管的“灰名单”中；2022 年，欧盟于其授权法规（EU）2016/1675 将开曼认定为反洗钱/打击资助恐怖主义制度缺乏策略的“高风险第三国”（high-risk third countries）；

³³ https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/2020/2020-0001/PrivateFundsAct_2021%20Revision.pdf

³⁴ 删除了《私募基金法》：“（1）其主要业务为出售和发行其投资权益”的“且”，改为“或”，明确了出售和发行行为不需要同时具备，只需满足其中的一种，即可被视为是私募基金的一种，这实质上进一步扩大了 CIMA 对私募基金的监管范围。

为应对国际层面对其反洗钱与打击资助恐怖主义制度监管的质疑压力,开曼于 2023 年 12 月 15 日宣布通过了《实益所有权透明度法案》(Beneficial Ownership Transparency Act, 2023)³⁵,并于同日颁布了《实益所有权透明度法案指引》(Guidance on Complying with Beneficial Ownership Obligations in the Cayman Islands),旨在对《实益所有权透明度法案》的具体实施和操作提供进一步的指引。法案要求在其境内注册的各类实体(如有限责任公司、有限责任合伙企业、有限合伙企业、基金会公司及豁免有限合伙企业)公开实益所有权信息。同时,开曼群岛金融管理局于 2023 年 4 月 14 日在《开曼群岛公报》上发布的《受监管实体治理新规定》和《共同基金与私募基金公司治理指导声明》首次将私募基金纳入公司治理监管范围,扩大了私募基金董事会会议的报告范围,并提高了基金治理与内部控制的要求。

2023 年 10 月,经 FATF 的现场检查,确认将开曼从“灰名单”中除名,并承认开曼拥有健全有效的反洗钱 / 打击资助恐怖主义制度。英国政府也于 2023 年 12 月 5 日将开曼从其反洗钱/打击恐怖分子融资的“高风险国家名单”(“英国反洗钱黑名单”)中移除。同月,欧盟委员会通过了新授权法规(EU) 2024/163,对(EU) 2016/1675 进行修订,同样将开曼从“高风险第三国”名单中删除。

2024 年 4 月 19 日,开曼为了遵循 FATF 对于反洗钱合规要求,制定了《反洗钱条例修订案》(Anti-Money Laundering (Amendment) Regulations, 2024),扩大了条例原本的规制范围,即除了反洗钱与反打击资助恐怖主义,开曼还将规制扩散融资(Proliferation Financing)³⁶,并增加了对于严重和非常严重违反本法规的合伙企业及除了合伙企业外的非法人组织的处罚金额。

(2) 英属维尔京群岛

2019 年 12 月,BVI《证券与投资业务法修正案》规定,私募基金,是指根据 BVI 或任何其他国家的法律设立并具有以下特征的公司、合伙企业、单位信托或任何其他组织:

- 以集合投资和分散投资组合风险为目的而汇集投资者资金;
- 发行基金权益,以使得该权益持有人按照其在基金全部或部分净资产相对应的权益价值取得一定份额比例的收益。

2020 年 7 月 1 日起,新设的私募基金须在开始营业后的 14 日内向 FSC 申请认可(recognition)。存量私募基金亦须在 7 月 1 日之前提交认可申请。

根据 BVI《私募投资基金条例》,“私募投资基金”应具有“分散投资风险”

³⁵https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/2023/2023-0013/BeneficialOwnershipTransparencyAct2023_Act%2013%20of%202023.pdf

³⁶ “扩散融资风险”指的是可能违反、不实施或规避由联合国安全理事会决议所施加或应用的与扩散融资相关的针对性金融制裁义务的风险。通常来说,“扩散融资”是指为大规模杀伤性武器的扩散提供资金支持的行为。引自《汉坤开曼及 BVI 私募基金监管动态 2024 年上半年》

(diversification of portfolio risk) 的目的。因此，在不存在“分散投资风险”的情况下，BVI 单项目投资基金不属于受《私募投资基金条例》规管的基金类型，从而不受 BVI 针对基金注册及基金运营要求的约束，无须注册或领取牌照。

境内对私募基金监管收紧的同时，BVI 和开曼同时受到了来自 FATF、欧盟以及 OECD 等多方主体将其列入反洗钱黑名单的国际监管压力。因此，在开曼于 2018 年 12 月 27 日通过其《经济实质法》的同时，BVI 也颁布了自己的《2018 年经济实质（公司和有限合伙）法》”（Economic Substance (Companies and Limited Partnerships) Act, 2018），即 2019 年 1 月 1 日及之后成立的相关实体须自其开始从事相关活动之日起遵守经济实质要求；2019 年 1 月 1 日之前已经存续并从事相关活动的相关实体须从 2019 年 7 月 1 日起遵守经济实质要求³⁷。

《经济实质法案》推动实施后，BVI 虽未明显对私募基金领域法律法规进行实质性的调整与修订，但对于私募基金上下游的配套规定和监管体制略有改动和完善。2022 年，FSC 发布 BVI 《商业公司（修订）法案》（Business Companies (Amendment) Act）³⁸和《商业公司（修订）条例》（BVI Business Companies (Amendment) Regulations）³⁹，要求 BVI 公司开放董事姓名查询功能，并提交年度财务报表，增加了公司信息透明度。

同年，修订了《反洗钱条例》（Anti-Money Laundering (Amendment) Regulations）的部分内容，扩大反洗钱相关规定的适用范围至博彩业和虚拟资产相关业务，并更新《2023 年反洗钱（修订）条例》（Virgin Islands Anti-Money Laundering (Amendment) Regulations 2023），要求注册基金提交年度财务报告，对注册代理人的合规职责提出更高标准。这些政策变动提高了运营成本，加速了部分基金的转移或本土化进程。

FSC 层面，以《2022 年 FSC（修正）法案》（The Financial Services Commission (Amendment) Act, 2022）扩大了 FSC 的职责范围，授权 FSC 对基金董事和高级职员资格认定更大的决定权，防止部分人员滥用 BVI 税收政策从事非法金融活动⁴⁰。

此外，FSC 发布《登记人士现场核查关键发现》，总结了现场核查中发现的反洗钱/反恐融资合规缺陷，包括反洗钱/反恐融资政策和程序、客户尽职审查和持续监控方案、员工培训、外包反洗钱/反恐融资合规职能部门、独立有效的反洗钱/反恐融资风险审计职能、董事会或同等机构对合规职能的监督、内部报告政策和程序、风险评估和风险为本制度的应用以及记录保存政策和程序。

自 2023 年 2 月 14 日欧盟理事会因 BVI 未达到“基本合规标准”（not have a rating

³⁷ 所谓经济实质，是指针对纯持股实体而言，需要遵守 2004 年《商业公司法》或 2017 年《有限合伙企业法》，有足够的员工和办公场所以持有、管理股权；对非纯持股实体而言，要在 BVI 有足够数量的合格员工从事相关业务（无论是由相关法人实体或其他实体雇佣的员工，也无论签订短期或长期合同）、在 BVI 产生足够的费用支出、BVI 有适于核心创收活动的办公场所；另外针对知识产权业务，如需使用特定设备，该设备应放置于 BVI；及在 BVI 从事核心创收活动等。

³⁸ https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/act_no_6_of_2022_-_bvi_business_companies_amendment_act_2022_1.pdf

³⁹ https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/si_no_73_of_2022-bvi_business_companies_amendment_regulations_2022.pdf

⁴⁰ https://www.bvifsc.vg/sites/default/files/financial_services_commission_amendment_act_2022.pdf

of at least “Largely Compliant” by the OECD Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes) 而将其列入欧盟税收黑名单后, BVI 推行了一系列的立法修订, 积极回应国际层面对信息透明与反洗钱/打击资助恐怖主义等方面的高标准, 也最终经重新评估和确认, 被欧盟正式移出税收黑名单。2024 年 4 月 22 日, FSC 发布了《BVI 商业公司 (修订) 法案 2024 年》的公众咨询草案 (“BVI 公司法草案”), 旨在将 FATF 提出的四十条反洗钱/反恐怖主义融资国际标准 (The Financial Action Task Force (FATF) 40 Recommendations, “FATF 标准”)⁴¹ 进一步落实, 同时结合最新论坛与互评报告中提出的新问题进行更深入的讨论。

(四) 上岸趋势：新加坡等地在岸基金监管的强化与吸引力提升

面对国际监管趋严及离岸资金的潜在风险, 许多私募基金逐渐转向香港和新加坡等本土金融中心注册。这些地区不仅提供税收优惠和政策支持, 还完善了基金治理与监管制度。例如: 香港于 2020 年实施的《有限合伙基金条例》优化基金结构⁴², 并通过利得税豁免和家族办公室税收优惠政策增强了对境外资金的吸引力。

2018 年, 新加坡颁布《可变资本公司法》(Variable Capital Companies Act, 2018)⁴³, 创建了可变资本公司 (VCC) 这一新型基金架构, 为私募基金经营提供更高的灵活性, 并通过简化的合规体系吸引了大量基金管理人。

新加坡作为全球领先的金融中心之一, 以其稳定的政治环境、透明的法律体系和高效率的监管政策吸引了大量国际资本。1970 年, 新加坡国会通过了《新加坡金融管理局法令》, 并于 1971 年 1 月 1 日成立新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS), 统一制定和执行金融政策。

早期, 新加坡对私募基金市场的监管宽松, 市场参与主体多为高净值个人和机构投资者。随着市场逐步成熟, 私募基金的投资策略从传统股权投资逐渐扩展到对冲基金、地产投资、风险投资等多种形式。

2002 年, MAS 推出《证券与期货法》(Securities and Futures Act, SFA), 为私募基金运作提供法律依据, 明确基金管理人注册要求和基金的披露义务⁴⁴。

SFA 规定, 在新加坡从事基金管理活动的实体需要

- 持有 MAS 颁发的资本市场服务牌照, 以 “持牌基金管理人” (Licensed Fund Management Company, “LFMC”) 的身份开展活动, 或
- 经 MAS 注册为 “注册基金管理人” (Registered Fund Managements Company, “RFMC”) 后以该等名义从事基金管理活动。

⁴¹ <https://www.fatf-gafi.org/en/topics/fatf-recommendations.html>

⁴² <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap637!zh-Hant-HK>

⁴³ <https://sso.agc.gov.sg/Act/VCCA2018>

⁴⁴ <https://sso.agc.gov.sg/Act/SFA2001>

LFMC 又可进一步分为公募基金管理公司 (Retail LFMC)、合格投资者基金管理公司 (A/I LFMC) 和创业投资基金管理公司 (VC LFMC) 三类。

2008 年金融危机后, MAS 借鉴了欧盟的 AIFMD, 推动私募基金的国际标准化, 以增强市场的稳定性和透明度。

2013 年, 新加坡推出注册基金管理公司制度 (RFMC), 允许特定规模的基金管理人获得监管豁免, 简化注册流程, 降低小型和创新型基金管理人的运营成本, 鼓励更多创新型基金的设立。

近年来, MAS 开始关注数字资产领域, 设立针对虚拟资产的监管框架, 以适应市场需求和创新发展。2019 年, 新加坡通过《支付服务法》(Payment Service Act)⁴⁵, 对数字支付代币 (如加密货币) 和支付服务提供者实施监管。同时, 新加坡也加强了对私募基金反洗钱 (AML) 和反恐融资 (CFT) 的监管要求。2022 年 3 月 1 日修订生效的《MAS Notice 626 Prevention of Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism – Banks》⁴⁶, 规定了对数字代币的反洗钱反恐怖融资监管要求, 并设定了使用数字代币模式进行支付的相关参与方的反洗钱反恐怖融资的具体责任和义务。

二、维度：基金策略层面、项目单体层面

国外基金的投后管理内容和特点, 大致可从基金策略和项目单体两个维度讨论。

(一) 基金策略层面

基金策略层面, 以美国本土部分大型私募股权投资基金为代表, 虽然在全球主要市场均有投资布局, 其被投资企业数量/投后在管项目数量相较本土顶级大厂战投或 Mega funds, 往往数量较少 (如前者常以数十至百计, 而后者被投/在管数量甚至破千)。同时, 其常见持股比例以控股居多、参股相对较少; 其被投资企业以成熟企业居多、早期企业相对较少; 行业不限于个别领域, 科技、制造、消费、制药、医疗等均有涉及, 但不会广泛涉足过多行业。对于此类获取控制权、合并报表甚至 buyout 的被投项目, 基金投后管理呈现出明显的重度投管、深入运营的特点, 从企业的战略制定、治理结构、人事任命、研发/生产/销售变革、数字化/智能化/全球化等等领域深度介入; 其投入的内部团队资源也远远不限于传统的财务、HR、IR、GR 等职能条线, 而是更多由资深的业务背景人士从项目投资之初甚至之前即牵头/介入, 行业、管理及咨询背景资深人士的参与程度往往高过财务背景内部团队。

对于部分聚焦少数行业、垂直深耕的境外美元基金, 其投资项目数量大致相当于国内中小规模综合型基金 (数十家), 被投资企业阶段略呈两级, 或自行孵化极早期企业,

⁴⁵ <https://sso.agc.gov.sg/Act/PSA2019>

⁴⁶ <https://www.mas.gov.sg/regulation/notices/notice-626>

生命周期“从0到1到10再到100”，或以大股比并购成熟型企业为主，瞄准产品竞争力强、现金流稳定甚至往往已建立区域龙头地位的投资标的，积极推进运营优化、大刀阔斧升级团队、抢占全球其他区域市场。此类私募基金的投后管理极重行业、业务和运营，往往先行搭建龙头企业 CEO 级别的运营合伙人（operation partner）团队，与深耕相关行业的资深投资团队一起，一方面形成孵化企业的高管池子，以某个或某几个项目为载体、以数年为周期，在创业者和投资人的身份间切换、积累深化独特经验，一方面以这些高级人才的行业积淀为基础，实际进入被投企业的战略制定和日常运营，致力于提升企业的内在价值。

从监管视角看更具灵活性的风险投资基金，作为传统意义上的财务投资者，往往有着远较上述两类基金为多的被投企业/在管项目数量，被投企业多数处于早期阶段，常见持股比例以参股为多，行业聚焦相对不明显，更偏全面布局。此类基金往往着力于专业领域的单点赋能或交流平台建设，如财务、税务、品牌、管理、人力、资本市场等，其单点赋能领域较广，部分赋能较深的领域可能参照咨询收费；同时，基金主动为被投企业组织业务、人力等方面的资源对接，定期/不定期举办专业分享或交流活动，协助企业借助基金生态打造朋友圈、建设资源池。

（二）项目单体层面

针对单体项目的投管动作，大致分为三类：

一为跟踪管控，包括被投企业财务及运营数据收集、项目估值、支持各类基金/募资报告、被投企业决议等治理事项支持、风险识别和预警等，此类为惯常私募基金投后管理动作，往往对应监管要求、基金出资人需求及财务、法律规定动作。

以项目跟踪和估值为例，私募基金应及时向基金出资人披露所需，季度/半年度/年度跟进在管企业财务数据，极端情况下甚至做月度跟进，针对 LP 特别关注的重大项目或在项目基金的语境下，需要对个别在管项目特别着墨、在可接受范围内做单体披露；从被投企业的角度看，私募基金的这些需求往往在投资协议中即以信息权等方式做了明确约定，嗣后若基金从行业监管及特殊事件等角度再做细化或略有加码，多数情况下能够得到被投企业的理解。国外私募基金投管实践中往往体会“被投企业相对尊重公司治理规则和协议约定”，自然也有不予配合或不好好配合的情况。站在基金角度，面对拒绝提供信息或答非所问的企业/创始人，从契约精神、协议后果角度沟通，或从基金主动或被动提供后续支持的角度影响（前者如增值服务，后者如再融资或上市时的配合），努力寻求进展，但往往发现这会是问题项目甚至风险项目的某种预示。估值角度，最直接的参考估值是企业近期（如一年内）上轮融资估值，或已有下轮融资 Term Sheet 时以其作为参考；若无法以本企业所获第三方定价作为估值标准，私募基金实践中往往以市场法为主，参考同业可比上市公司在二级市场的估值，对应被投企业自身业务规模和

盈利水平，拟定当期估值，同时，还会基于流动性不同、控制权大小、业务特点等，给一定折扣。若监管要求或 LP 需求以不同估值方法交叉验证，也会同步采取现金流折现等惯常使用且相对通用的方法。当然，一级市场甚至参考二级市场的估值本身，不可避免有一定主观成分，年度涉及基金审计时是否较季度估值更为严谨复杂、是否需要考虑基金管理人整体策略适当偏重某些参数，都是私募基金对被投资企业做跟踪估值时面临的现实考虑。

二为投后赋能和服务，包括协助被投资企业做经营提升和赋能，对企业经营相关的各类专项问题进行诊断、分析、方案设计和落地支持，为被投资企业对接人才、资金、产业上下游等相关资源，也包括协助被投资企业搭建生态、运营朋友圈，为企业构建资源池和关系网等。

以协助被投资企业搭建生态、定期/不定期举办专业分享或交流活动为例，前文提到的三类境外基金中，专注于并购市场的美国本土大型私募股权投资基金多数并不热衷于频繁组织交流活动，但在协助被投资企业做产业上下游资源对接方面投注于不亚于财务和运营追踪的精力，致力于从业务发展角度给被投资企业赋能聚力；聚焦少数行业、垂直深耕的境外美元基金则亲自下场操盘，掌控被投资企业的财务、运营和业务推进，不遗余力导入各类资源并提供各个职能条线的专业提升和赋能；作为传统意义上财务投资者的风险投资基金，则从自身品牌建设、协助早期企业全面成长、以外部力量补足被投资企业短板的角度出发，倾注大量精力和资源，对接人力、财务、融资、PR 等各方面领域，并提供 CFO、CEO 论坛甚至高管资源池，同时，主动在被投资企业之间搭建沟通、共享的信息和交流平台。

以惯常视为重要赋能领域的人力资源方面为例，显性层面，例如私募基金组织的 CHO 论坛、联合招聘等活动，隐形层面，是在已成规模的内部增值服务团队大量赋能实践的基础上，针对不同领域、不同阶段企业对组织和人才发展的具体需求，打造不同的解决方案，并逐渐形成人才服务赋能领域的体系化实践。境外基金的实践中，从协助被投资企业核心团队理解战略、分解战略出发，协助企业提升、招聘、调整管理团队；境内成熟型企业的投后管理，也有从输出管理经验和管理体系开始、从班子、战略、团队层面 top down 提供增值赋能服务的操作。协助被投资企业做人才地图绘制、匹配核心岗位需求、搭建激励体系等，也是私募基金人才服务的常见内容，这背后往往是基金层面大量的成本和资源投入，如上文提及，即使考虑到企业团队建设完善、内在价值提升后私募基金作为投资者分红或转手的潜在获益，这类远非直接对应经济效益的持续投入，也体现了成熟市场的规模化私募基金与企业家站在一起、为企业发展变革做增量的思路起点。

三为产业孵化或重度投管，直接下场介入甚至执行企业从 0 到 1 的业务生存和开拓，或以大股东身份对企业做全方位的改造和提升，升级核心管理团队、开拓新的市场领域、搭建和改造从研发到生产到销售的业务及运营流程，实际相当于基金团队在主导管理和

运营相应企业。

以对初创企业及制造业被投企业的精益化改造为例，产业竞争由增量挖掘转向存量竞争，传统制造企业的营收受到冲击、利润率可能逐步走低，对粗放生产的管理经营模式进行扬弃、将规模扩张型的发展模式向高质量发展转型，变成初创企业特别是制造业企业的必由之路。聚焦少数行业、垂直深耕的境外美元基金凭借自身内部资深行业专家积累和成熟企业高管层级的人才池沉淀，由基金内部人员直接进入初创被投资企业，提供人才、资源、资讯的支持，安排本土化生产运营降低成本、按照行业高标准建立研/产/销链条。资源丰富、深度介入被投企业的综合型 PE 基金从产业端成建制招聘、搭建精益管理团队，将从 0 到 1 的产业和管理成型阶段交给企业自身，着力协助企业从 1 到 10 的阶段运用精益方法论，掌握产品部件状况和安装状态，指导企业分析调试生产物料和安装工序、拆分并标准化安装动作，并帮助企业确定目标客户群体、匹配适当的销售人员分类管理，逐渐形成完整的标准化销售流程；针对扩张期和成熟期的制造业企业，同样的精益制造增值服务团队可以数十人数月时间扑在被投资企业，现场调研、访谈、梳理研/产/销链条及每一环节，提升生产品质、改善交付能力，优化产线排布方式、提升设备及人员的利用效率，运用可视化管理等方法，合理安排生产，实现企业流程效率提升、产品品质上升、客诉率下降。

上述各个类别的单体项目投后管理工作，在私募基金的语境下，最终要回到对被投企业的评价体系及对应的交易动作上。基金投后管理团队的一大任务，是在定期追踪、增值服务、重度投管的种种信息来源中，判断被投企业在所处行业内的相对状况，和企业自身在发展阶段中的实际状态，给管理人决策者的加磅/持有/退出等后续交易动作决策提供不一定同于投资团队、更不同于定期向监管或 LP 披露的独特视角。在市况火热的情况下忍住不出手、在不及预期时敢于跟进投入，经常在获得可观回报后成为市场美谈和 GP 英明决策的业绩积累，而交易方向和时点的精准把握，背后往往是包括投后管理团队在内的项目组对行业及周边的广泛、深入研究，是对被投企业财务数字、经营情况、人员状态的长期跟踪和溯源分析，是与被投企业特别是其核心团队反复切磋后结合各方面因素对未来前景的大胆预设。

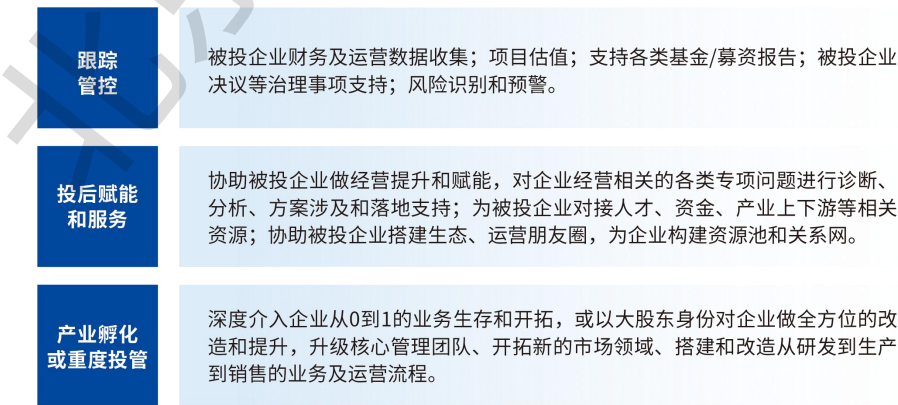


图 2-9 国际市场项目单体层面投后管理

三、组织：投管团队的组成、侧重点及发展

（一）投管团队：多元化职能与资源协调

在部分国外基金中，大多数设有专职的投管团队/投管人员，承担上文所述投后管理工作的相应职能/部门名称，不一定是传统且直译的 Post Investment Management，有些基金中称作 Fund Administration、称作 Operation Team、称作 Portfolio Development、Portfolio Management；也有些团队内化于私募基金的财务、法务、品牌、HR、PR、GR 及 IR 团队当中，上文谈到的财务和运营追踪、投后赋能和服务、产业孵化和重度投管，职能侧重各有不同，即使不单独组成一个部门或团队，相应工作也分别由前述各职能条线同事相应执行。

投后管理工作由投管团队来做，而投管团队所做的，往往不限于财务和运营追踪、投后赋能和服务、产业孵化和重度投管等传统意义上的投后管理工作。

投管团队人员往往以财务、行业、咨询背景为主，在私募基金投、融、管、退的过程中，投管团队人员一般同时从财税、行业、资金等角度，承担投资决策交易支持工作，包括行业分析、财务/商业/运营等各类尽调支持、交易结构设计/税务筹划/资金安排/退出和资产处置等交易支持和执行工作。

美国本土部分大型私募股权投资基金，其投管团队规模以 10 人上下至 20~30 人为主；基本均为来自行业、业务、财务、咨询背景的相应领域资深人士，不仅可以在面对被投企业时独当一面，往往还具有同业大型成熟企业 CXO 级别的工作履历和经验积累，可以与被投企业核心管理团队有效、对等交流，也可以在特殊情况下直接到被投企业就任相应职务。更为成熟的投管团队，甚至以单独的投后管理团队品牌出现，从投前的行业分析阶段即切入项目，参与部分行业分析并提供建议，投资过程中大量参与商业尽调和财务尽调，在投后阶段做财务追踪和数据收集、估值工作的同时，从管理层讨论和分析角度，深入进行经营分析，介入企业经营，诊断并制定提升方案，并可以基于自身的深厚积淀，为企业按需对接各方面、各领域资源。

聚焦少数行业、垂直深耕的境外美元基金，核心投管团队是十数人至数十人不等的运营合伙人（Operation Partner），基本均为本行业内的专家，投前参与相关行业分析，投中参与业务尽调，特别是全程参与甚至主导投资交易的执行，而在投后的企业发展方向把握、招聘选任核心高管、导入研发及市场营销等各类资源方面，Operation Partner 是主导角色；在产业孵化、自身创业的语境下，Operation Partner 亲身下场，全面负责企业经营和发展。

着力于给企业赋能、提供增值服务及资源建设的风险投资基金，投后管理团队人员数量变动范围较大，数人至数十人均有，团队资深程度也较有梯队感，初级、中级团队

成员和财务、PR、资本运作、HR 等职能领域的资深人士一同组成管控和服务的内部团队。投前较少参与行业分析（由投资团队负责），投中往往基于自身财务和咨询背景负责财务尽调工作并配合投资团队完成交易执行，投后在惯常的财务和运营追踪基础上，着力为被投企业提供运营提升和赋能服务，并在战略确定、融资上市等关键节点协助企业对接关键资源；同时，此类机构的投管团队往往基于对生态活动的定期投入和资源池维护，形成了机构化的增值服务市场声誉。

对私募基金内部投后管理团队的评价维度之一，就是认知和调动内外部资源的能力。投管团队对内需要与投资团队一起，在投前作为整个项目的重要组成部分，完成行研、尽调、资金安排等方面工作，做好交易支持；投后则转为与被投企业对接的枢纽（之一），在多数情况下由投后管理团队直接对接被投企业，收集、理解被投企业的各方面需求，并通过对内沟通渠道、有时发挥个人影响力，调动内部相关职能力量解决问题、提供服务。私募基金即使规模再大、实力和投入意愿再强，也不可能将被投企业的所有潜在需求对应的资源都内化至基金内部，势必需要在适当时机以合适方式与被投企业定位、介绍和引入外部资源，如 HR 角度的外部猎头服务、财务角度的银行/税务师资源、业务角度的外部咨询公司、法律合规角度的知识产权代理机构、品牌/宣传角度的公关公司/会展组织机构等；私募基金的投后管理团队，往往此时作为连接被投企业与外部资源提供方的协调者，其真切认知/理解企业需求甚至在企业尚未能有效定位自身需求时引导/开发企业需求的能力、对相应专业市场外部资源的系统化认识和捕捉能力、对接和开启外部服务时基于自身深刻认知和专业经验做出有效和充分协调的能力，都是投后管理团队在资源调动语境下需要锻炼和成长的能力点。

（二）从业团队及个人的变化趋势

在上文所述的内部资源和外部资源之间，在国外私募基金投后管理实践中，有将一定类型和领域的投后管理、增值服务或重度运营管理在总结过往项目管控服务经验的基础上类型化、团队化、产品化的趋势。在增值服务领域，私募基金定期/不定期组织被投企业 CEO、CFO、CHO 等核心管理者参与的论坛、活动，渐渐形成系列活动，并形成该基金为被投企业提供增值服务的市场品牌；私募基金的特定职能，如人才服务顾问、管理咨询顾问等，在联合招聘、猎头服务、激励体系建设等单项服务方面积累深厚经验，也可将相应服务逐渐形成个人、团队乃至基金特色的市场品牌。在重度投管、运营管理服务领域，上文谈到的精益制造服务团队，已经超越团队化的阶段，而是逐渐机构化，形成类似咨询服务公司的模式，从私募基金内部视角向外看，作为基金投后管理和提升企业内在价值的重要力量和基金品牌的重要组成部分，从被投企业及市场视角向内看，则是该基金投后管理和服务的核心环节之一，有过往实际业绩支撑、有足够规模的团队在不同企业落地、也有相应基金巨额投入负担相应服务多数成本的经济优势。理论上，美国本土大型私募股权投资基金及综合型 mega fund 旗下的投后管理专项团队，存在单

独成军、作为咨询服务机构对外运营并收费、甚至机构化后独立融资继续做大规模的可能性，实践中已存在往相应方向发展的机构，可能出于相应服务市场一定程度上依赖于基金投资生态、提供服务过程中难免存在关联交易方面顾虑等等原因，这种机构化、独立化的投后管理服务，并不是私募基金投后管理市场的惯常实践，在收缩型存量竞争的市场背景下，更不是市场主流的发展方向和实践模式。

就部分国外私募股权投资基金及风险投资基金而言，专职投后管理团队往往以财务和咨询背景为主，部分机构特别是专注某一行业的垂直深耕型机构，投管团队以行业、业务资深专家或业内成熟企业高管背景人士为主；即使不称作投后管理部门，在私募基金内部从事上文所述各类投资后管理工作的各个职能部门，则以相应专业从业人员为主，且往往具有独当一面的资历和能力，能够在对接被投企业管理层时平等对话，并有效定位和调动行业内的外部专业资源。私募基金在重视赋能、管控的同时，对投资回报和适时退出的重视，也促使部分投资项目数量较多、具有一定资金实力的投资机构投注资源搭建自己内部专注于中后端调查、争议处理及退出回款的广义投后管理服务团队，相应团队成员一般以争议解决、财产调查甚至侦查领域的业内资深人士为主，并在必要时调用外部市场专业力量。

在市场上行区间或平稳运行区间，特别是一级市场资金充裕、退出渠道畅通多样的趋势背景下，私募基金投后管理团队往往倾向于行业细分（如医疗、消费、制造等）、对接不同项目特别是大型项目的投资/投管及职能团队具体成员适度绑定并形成相对固定的对应关系。这样显然有利于投后管理团队成员在某一细分行业中迅速积累经验并与内部上下左右相应团队熟练协作，期待日后将此类认知和实践积淀复制到相同行业的不同阶段被投企业中去，形成投资后管控和服务的规模效应。而在市场下行区间，投融资特别是退出渠道相对受阻，此时的私募基金投后管理团队往往如所有中后台职能部门一样，面临“是否直接创造价值、是否与基金收益直接相关”的挑战和拷问，一方面需要持续自证价值，一方面难免适度收缩规模，此时行业、团队的对接定势和内部对应关系往往一定程度上被淡化，转而形成更类型化（如以投资规模或股权占比）、更一对多的组织汇报体系和支持对应关系。

在并购投资/获取控制权/合并报表的投资逻辑下，从成本控制和创收角度，美国本土大型私募股权投资基金可基于对被投企业的管控服务，从企业端持续收取费用，如 monitoring fee 甚至 exit fee，从投后管理是否刚性的角度，控股型投资对于深度甚至重度管理的需求天然较强。而对于主要提供专业赋能、增值服务的风风险投资基金，投后管理团队在下行市场中面临的自证价值压力相对更大，同时，如何在全球布局的大型私募基金中证明资源和经验的沉淀及复用输出能力，也是投后管理团队寻求更大输出空间和更多用武之地，与不同国别/地域投资项目的在地化投管倾向形成有益互动的关注点。

四、投后管理中的数字化赋能与 ESG 投资理念

（一）数字化：基金与被投企业的数字化协同赋能

私募基金在投后管理过程中关注基金自身及被投企业的数字化建设已成为趋势。通过引入适合基金实践的数化工具和技术手段，私募股权投资基金可以提升自身的运营效率和决策科学性，还可以帮助被投企业实现数字化升级从而提升其市场竞争力和盈利能力。数字化建设的能力，如团队、技术及认知，在适当组织化后，也可形成可推广、可复用的能力组合，输出至不同行业不同类型的被投企业。

基金/基金管理人考虑自身的数字化建设，往往出现在基金的在管资产、团队人员、被投企业数量等已经较具规模的阶段，此时系统化梳理基金的信息、决策流转并借数字化建设之利逐步积累沉淀，能够提升基金运行效率并成为进一步发展的助力。从募资端开始，基金以何种载体整理记录与众多潜在 LP 的接洽过程、谈判成果；从投资端如何完成从保密协议、条款清单到尽职调查、协议谈判签约、请款交割的审批和信息整理；投后如何适当沉淀每家被投企业的治理变更、后续融资、业务开拓历程，如何记录并对比定期跟进财务及运营数据所获信息，以何种载体实现投后团队、投资团队、其他职能团队与管理人决策层的信息交互并记录决策过程；甚至如何管理各期基金在全球各个法域设立的数以百计甚至以千计的投资实体。众多国外私募基金尝试采用自研、采购等各种方式进行相应数字化建设，搭建自身的 LP 沟通系统、保密协议/条款清单/交易文件电子化记录和审批系统、甚至自身的即时通讯及会议系统等；以前述保密协议/条款清单/交易文件的电子化记录和审批系统为例，有些基金的自研系统能够接入包括投资团队、法律合规团队、决策团队在内的内部各个相关方，不仅形成模板化的线上生成和适度定制工具，同时具备特殊条款的录入和抓取功能，甚至专门留出相关二级市场主体关联度的录入、说明和判断界面，以便事前识别一级市场业务开拓对二级市场操作的潜在影响，结合权重综合决策是否/如何推进相关项目。在投后管理方面，被投企业的后续融资、业务进展、财务数据及重大决策，都以高度组织化的方式逐次、逐笔沉淀在基金自身的数字化系统中，形成宝贵的一手信息库，同时在内部交流系统中以更频密的节奏实现对被投企业实际状况（不同于基金定期披露的规定动作）的即时评估和决策交流，辅以月度、季度或半年度的被投企业整体评估。

基金团队对被投企业的数字化建设输出，往往集中于现代制造、零售消费等日常存在巨量数据产生的行业和已经具有相当规模、期待以数字化助力其改造和腾飞的企业。与上文谈到的基金自身数字化建设一致，对被投企业的相应输出，建立在基金数字化团队对行业实践及惯例、企业实操特点甚至人员禀赋及生产销售第一线业务模式的高度尊重基础之上。数据仪表盘不是基金数字化团队基于过往经验“擅长什么就推销什么”，而是在充分接纳现有线下操作模式的基础上，深入一线、深入业务细节，发掘优秀经验

和独特打法，用数字化的工具沉淀下来并做进一步提升。成功的数字化建设往往立意于帮助一线员工，在一线员工的业务需求和信息需求得到极大满足和效率提升的同时，总结呈现出来的决策仪表盘是最能反映业务实质和重要变动的状态。有“先进工具优先列装一线”的初始心态，更有利于避免大而无当的运动式系统建设和数字化改造。同时，业务与技术改造项目的枢纽和关键点，往往在于找到或逐步培养通晓业务一线实践、具备相当协调能力、粗通技术并极具韧性的关键人员，这些关键人员能够一边总结吸纳业务端的实践经验和系统化需求，一边紧盯系统开发建设的进度和呈现状态，对内形成最大公约数，对外能够坚韧推进协调落地。基金数字化团队在实现个别项目的成功建设之后，沉淀的宝贵经验往往能够支持其在同类型、同行业企业中经验复用，甚至逐渐扩展至不同的企业和行业，相应的，此时的数字化建设不仅是基金的个性化增值服务，也渐渐成为基金的有力品牌，甚至为基金的收益做出直接贡献。

（二）ESG 投资：筛选与引导的双重逻辑

从“不该投什么”的角度看，ESG（Environmental, Social, Governance，环境、社会责任和公司治理）与可溯源至二战后的社会责任投资（SRI）一脉相承，投资者关注企业的社会责任，避免投资于不符合普适道德标准的行业，如烟草和军火等。国外私募股权基金往往在募资及投资过程中，即对某支基金的投资领域设置识别机制，以高度细分的业务领域对潜在被投企业做出标识，一方面满足基金本身设定的投资标准，一方面在涉及特殊行业时基于识别做进一步划型，甚至排除某些敏感资方对单一项目的出资。

从“应该投什么”的角度看，ESG 投资理念自本世纪初成型并获日渐推广，将环境、社会责任和公司治理等非财务因素纳入考量，促进长期可持续回报和可持续发展，并关注企业周边的众多利益相关者，推动企业周边环境的优化和改善。国外老牌私募基金在中国及海外均有气候主题基金不断落地，契合境内“碳达峰、碳中和”理念和目标的双碳主题基金也常见诸报端。从投后管理的角度看，ESG 投资在企业端一方面呈现为年度 ESG 报告等专项报告载体、一方面在企业日常的碳监测和减碳行动中有所体现，但对企业来说更为现实和有吸引力的，可能还是特定体系如银行、医疗等领域建立于 ESG 考核指标和相应标准的经济激励；在基金端，ESG 一方面是基金希望建立的良善企业文化的一个侧面，持续打造基金自身的气候友好和领先形象，一方面也是考虑到北美及欧洲出资人对 ESG 的持续关注，从有利于现时及未来募资的角度，在日常投后管理和定期披露中给投资人以交代，不断呈现本基金及众多被投企业在环境、社会责任和公司治理角度的所做的贡献和取得的显著进步。国外私募基金的 ESG 团队在满足基金本身相应建设的基础上，也协助被投企业制定和实施改进计划，关注能够为制造业等排放大户做低碳转型提供解决方案的科技创新企业，通过建立低碳投资生态圈为其低碳转型提供支持；从治理结构、盘查和管理及能力建设等多个维度协助被投企业推动相关实践。

第三章

私募股权基金的投后管理核心要点解析



私募股权基金投后管理，是由私募基金管理人在投资交割后至项目退出期间，按照监管要求处理基金日常管理中的相应事项、积极参与被投企业管理，以期通过自身的管理行为控制基金投资风险、提升基金投资回报的一系列活动。其核心在于通过项目跟踪、监控、估值评价、税务管理及提供增值服务，如战略规划、市场拓展等，帮助被投企业优化管理、降低风险、提升价值。投后管理不仅关乎投资安全与回报，更是实现基金保值增值的关键环节。

按照我国目前私募股权基金的类型，即面向行业进行投资的产业基金、投向标的企业的不同阶段以及标的的不同类型和基金运营是否具备涉外因素，本章将分别就其投后管理中的关键内容进行论述。

第一节 运营管理

日常运营管理主要是面向投资者和监管机构，内容包括持续的信息披露、收益分配管理、档案管理以及对监管机构信息报送。

■ 信息披露与报送

明确披露与报送事项；按时完成披露与报送；遵守披露与报送要求；建立健全信息披露管理制度

■ 收益分配管理

收益核算；协议审查；本金及相应收益的返还；资金划转与记录

■ 档案管理

设立明确的档案管理部门；档案的归集与整理；档案的保管与利用；档案的销毁；档案信息化与合规管理

图 3-1 运营管理

一、信息披露与报送

信息披露可以区分为面向投资者和监管机构两个层面，每个层面的监管要求不同、违反信息披露义务的法律后果不同。

（一）信息披露

根据《私募投资基金监督管理条例》《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金信息披露管理办法》等法律法规的规定，私募基金管理人应当建立健全信息披露管理制度，按照基金业协会的规定以及基

金合同、公司章程或者合伙协议的约定规定向投资者进行披露，并保证所披露和报送的信息的真实、准确、完整、及时。违反信息披露要求，管理人将受到行政处罚，或承担违约责任。私募基金管理人及其从业人员未依照监管要求提供相关信息将被国务院证券监督管理机构责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得，并处罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告或者通报批评，并处罚款。与此同时，若管理人的行为违反基金合同中约定的信息披露义务，给投资者造成损失，应当向投资者承担赔偿责任。这一工作，主要包括以下内容：

（1）明确披露事项。披露事项包括一是定期报告，私募基金管理人应当按照基金合同的约定，定期（如每季度、每年度）向投资者披露基金的运作情况，包括但不限于基金净值、基金份额及其变动情况、投资者权益及变动情况、排名前十的底层投资标的的情况、基金的收益、费用及利润等财务情况；二是重大事项披露，对于可能影响投资者权益的重大事项，如基金经理变更、投资策略调整、重大关联交易等，私募基金管理人应当及时向投资者披露，并在信息披露备份平台进行备份。具体披露格式可以参见《私募投资基金信息披露内容与格式指引 2 号—适用于私募股权（含创业）投资基金》。

（2）按时完成披露：根据所披露的信息种类，管理人应当定期完成披露，或在重大事项发生后及时完成披露。

（3）遵守披露要求，信息披露应当确保真实、准确、完整、及时；不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；

（4）建立健全信息披露管理制度，指定专人负责管理信息披露事务，并按要求在私募基金登记备案系统中上传信息披露相关制度文件。

（二）信息报送

根据《私募投资基金监督管理条例》《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，私募基金管理人应当按照国务院证券监督管理机构的规定，向登记备案机构报送私募基金投资运作等信息。违反法定的报送要求，管理人将被国务院证券监督管理机构责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得，并处罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告或者通报批评，并处罚款。

关于信息报送的具体工作要求，具体有以下几个方面：

第一，报送事项应当包括私募基金投资运作信息、私募基金管理人和私募基金的年度财务报告、私募基金管理人及其从业人员的有关信息以及私募基金的投资运作情况和杠杆运用情况等相关材料。

第二，关于报送时间，重大风险事件发生后 2 个工作日内报送，重大事项发生后 10

个工作日内以及私募基金管理人和私募基金的年度财务报告应在会计年度结束后的4个月内完成报送。

第三，关于报送频次，具体规定由登记备案机构根据私募基金类型确定。关于报送要求，信息内容应真实、准确、完整并妥善保存相关资料。

二、收益分配管理

私募基金投后管理中的收益分配工作是一个复杂而细致的过程，需要严格遵守协议约定和法律法规，确保分配工作的公正、透明和高效。根据《私募投资基金监督管理条例》等相关法律法规的规定，管理人应当恪尽职守，履行诚实守信、谨慎勤勉的义务。具体内容包括以下几个方面：

（1）收益核算：基金管理人应对基金的投资收益进行全面、准确的核算，这包括计算基金的总收益、扣除必要的成本费用（如管理费、托管费、运营服务等）后的净收益。

（2）协议审查：仔细审查基金协议中关于收益分配的具体条款，明确分配顺序、比例、条件等关键要素，确保分配工作符合法律法规及合同约定。

（3）本金及相应收益的返还：按照协议约定，返还投资者的本金及各类收益（包括但不限于预期基准收益、超额收益等），通常，在投资人获得了满足协议约定的相应收益后，基金管理人会获得一定比例的业绩报酬。

（4）资金划转与记录：完成收益分配后，需要及时将资金划转至投资者账户，并记录相关分配信息，以便日后查询和核对。

三、档案管理

根据《中华人民共和国证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》《私募投资基金管理人内部控制指引》等法律法规和监管要求，基金管理人应当进行档案管理。私募股权基金的档案管理是一项系统而复杂的工作，需要档案管理部门与各部门紧密配合，确保档案的完整、准确、安全，并满足监管要求。

按照现行有效的监管要求，私募基金管理人应当纳入档案管理的法律文件包括：私募基金管理人及基金产品的相关文件（包括但不限于私募基金管理人的资质证明、基金产品的募集说明书、基金合同等）、投资相关文件（如投资协议、财务报表、审计报告、尽职调查报告等）、基金运营文件（包括基金募集、投资、退出等环节的相关文件），以及基金管理人的内部管理制度、业务流程、操作规程及其他与私募基金业务相关的重要文件，如法律意见书、风险评估报告等。

私募股权基金的档案管理具体包含以下工作：

（1）设立明确的档案管理部门。私募基金管理人应设立专门的档案管理部门，负责档案的收集、整理、归档、保管、利用等工作。涉及档案管理的各部门、各岗位应积极配合档案管理部门开展档案管理工作，确保档案的完整、准确、安全。档案管理人员应具备一定的档案管理知识和技能，并接受相关培训，以严格执行档案管理制度。

（2）档案的归集与整理：各部门在业务过程中应及时收集相关文件，并提交档案管理部门。档案管理部门应根据档案分类标准对收集到的档案进行整理、分类、编目，确保档案的完整性和准确性。整理好的档案应及时归档，归档时应注明档案编号、档案名称、档案数量、档案形成时间等信息。

（3）档案的保管与利用：档案管理部门应确保档案的安全、完整，采取有效措施防止档案的损毁、丢失、泄露。档案查阅应严格按照档案管理制度执行，查阅者需填写查阅申请，经批准后方可查阅。档案复制需经档案管理部门审批，复制时应注明复制目的、复制数量、复制时间等信息。

（4）档案的销毁：档案销毁应严格按照相关法律法规执行，确保档案的合法合规处理。档案销毁前需经过审批流程，确保档案的完整性和准确性。档案销毁后需填写相关登记表，并由档案管理人员签字确认。

（5）档案信息化与合规管理：私募基金管理人应积极推动档案信息化建设，实现档案的电子化、数字化管理。档案管理部门应建立档案信息数据库，实现档案的快速检索、查询、利用。档案管理应严格遵守《中华人民共和国档案法》及相关法律法规的规定。在日常经营过程中，私募基金管理人应根据监管要求，及时提供档案资料，配合监管部门的检查和审计工作。

关于档案管理的时间要求，私募基金管理人应当妥善保管私募基金信息披露的相关文件资料，保存期限自基金清算终止之日起不得少于 10 年。档案管理的目标是规范公司内部管理，提高管理水平，确保档案的完整性和可追溯性。

第二节 风险管理

私募股权基金的风险管理是一个复杂而系统的过程，通过风险监测及时发现潜在问题，并采取有效措施进行风险处置，以保障投资安全。它涵盖了多个方面，以确保基金的安全运作和投资者的利益最大化，对于风险的管理与控制贯穿私募股权投资的募集、投资、管理和退出的各个阶段。在私募基金的投后管理阶段，风险管理主要是面向投资标的，主要包括风险识别、风险评估、风险应对、风险报告和监控等环节。

■ 风险识别与评估

运营风险、法律与合规风险、信用风险、市场风险、治理风险

■ 风险监控与预警

主动跟踪项目公司的经营情况；建立风险监控体系与预警机制；设立及时有效的风险报告系统

■ 风险应对

风险回避措施；损失控制措施；风险转移与补偿措施；风险保留与承担；灵活调整与及时采取法律措施

■ 风险管理体系建设

构建系统完善的风险管理体系；加强风险管理培训；引入第三方风险管理服务

图 3-2 风险管理

一、风险识别与评估

在投后管理阶段，通过持续的风险识别与评估工作，私募股权基金可以更加精准地把握风险动态，及时采取有效措施进行风险控制和应对，保障基金的安全运作和投资者的利益。应当重点关注的风险因素包括：

首先，运营风险是必须密切关注的领域。项目执行风险涉及评估被投资企业在项目执行过程中的进度、成本控制、质量保障等是否符合预期，识别可能存在的实施偏差或延误风险。市场变化风险要求基金管理人分析市场环境、竞争态势、消费者需求等变化对被投资企业业务的影响，评估市场不确定性带来的潜在风险。运营绩效风险则需要基金管理人定期审查被投资企业的财务报表、经营指标，评估其盈利能力、偿债能力、运营效率等，以识别运营绩效下滑的风险。

其次，法律与合规风险不容忽视。合规性审查确保被投资企业在日常运营中持续遵守相关法律法规、行业标准及基金合同约定的合规要求，避免法律纠纷和合规风险。合同履行风险则涉及监控投资协议、合作协议等关键合同的履行情况，及时发现并处理潜在的违约风险。

信用风险是另一个需要定期评估的重要领域。被投资企业信用风险要求基金管理人

评估其还款能力、还款意愿等，以防范信用风险。对于母基金投资人而言，还需关注基金管理人的信用风险，持续关注基金管理人的信誉、职业操守及履约能力，确保基金管理活动的诚信和稳健。

最后，市场风险与治理风险对基金业绩和企业运营有着直接影响。市场风险要求基金管理人根据市场变化，及时调整基金的投资策略，优化投资组合，以减轻市场风险对基金业绩的影响。治理风险则需要基金管理人密切关注被投企业的公司治理结构变化，并积极参与被投企业的治理结构事项（如各类股东会、董事会），与被投资企业共同完善公司治理结构，提升风险管理水平，确保企业稳健运营，降低治理风险。

上述仅是从定性的角度对部分风险因素进行了列举，常见风险信号表（见表 3-1）则全面地梳理了常见的风险信号，并对风险信号进行了分类分级，以便管理人对整体风险进行打分，实现对风险的定量评估。

表 3-1 《投后管理常见风险信号分类分级表》

投后管理常见风险信号分类分级表		
使用说明：		
一级风险： 指对投资标的的经营将产生颠覆性影响的风险，该等风险一旦出现，投资机构应当立即启动退出程序；		
二级风险： 指对投资标的将产生重大不利影响的风险，该等风险出现后，投资机构应当考虑是否启动退出程序，并就退出后果进行审慎评估；		
三级风险： 指多重风险叠加出现后可能对投资标的产生重大不利影响的风险，该等风险出现后，管理人可以根据风险的严重程度，对风险进行评分，综合评估该等风险对投资标的的不利影响，可采取启动退出、增值赋能、沟通协调等方式。		
风险等级	序号	风险描述
一级风险	1	出现导致投资标的被解散的情形
	1.1	公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事由出现；
	1.2	股东会决议解散；
	1.3	因公司合并或者分立需要解散；
	1.4	依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销；
	1.5	法院判决解散；
	2	投资标的被申请破产
	3	出现导致投资标的被吊销营业执照、责令关闭或被撤销的情形

二级风险		例如,投资标的作为网络数据处理者向其他网络数据处理者提供、委托处理个人信息和重要数据的,未通过合同等与网络数据接收方约定处理目的、方式、范围以及安全保护义务等,未对网络数据接收方履行义务的情况进行监督,情节严重的;投资标的作为网络数据处理者为国家机关、关键信息基础设施运营者提供服务,未经委托方同意,访问、获取、留存、使用、泄露或者向他人提供网络数据,对网络数据进行关联分析,情节严重的。投资标的作为网络数据处理者使用自动化工具访问、收集网络数据,未对网络服务带来的影响,非法侵入他人网络,干扰网络服务正常运行,情节严重的。
	4	投资标的的核心资产不再由投资标的持有或者存在此种潜在风险
	5	因违反法律法规经营,投资标的被政府部门处以重大行政处罚,导致无法继续正常经营或对未来上市造成实质性障碍的
	6	承诺业绩不达标
	7	约定期限内投资标的仍未向中国证监会或相关境内外证券交易所进行合格上市申报并获得正式书面受理回执
	8	未事先征得投资机构同意,投资标的将投资项目对外进行转让或进行抵押、质押等可能对投资标的资产产生重大影响的行为
	9	投资标的未能按《投资协议》约定向投资机构提交相应的财务报表、关于投资标的运营情况的报告等其他文件,经投资机构书面通知投资标的后 15 日内投资标的仍未提交的
	10	股权交割在约定期限内未完成
	11	投资标的和/或创始股东于合格上市前,出现重大违约行为
	12	投资标的及创始股东在投资协议(或新公司章程中所作的声明、陈述或保证存在重大不真实、不准确、不完整的情形,或未履行条款约定义务且未能在守约方提出书面通知后的 30 日内更正或采取有效补救措施
	13	创始股东出现重大个人诚信问题损害投资标的利益,包括但不限于回购权利人不知情的转移投资标的财产、大额账外销售收入等情形
	14	投资标的的控制权发生实质性转移或者存在此种潜在风险
	15	创始股东发生重大违法行为且对投资标的构成重大不利影响等
	16	投资标的将投资资金用作除投资项目以外的其他用途,经催告后仍未纠正
	17	投资标的或创始机构阻碍投资机构行使股东权利以及《投资协议》约定的其他权利,经投资机构书面通知投资标的后 15 日内仍未改正,导致丁方不能够行使相应的权利
	18	未事先征得投资机构同意,投资标的发生对股权回购有重大影响的股权变动(股权转让、增资、减资)、重大投资、担保事项(年度累计超过一定金额的投资、担保事项)
	19	行业发展呈下行趋势
三级风险	19.1	投资标的在行业中的优势逐渐丧失、竞争力下降

- 19.2 政策导向出现不利变化
- 19.3 产能过剩
- 19.4 行业内投资活动减少
- 19.5 行业 PMI 指数下降
- 19.6 行业艰难度增加
- 20 财务数据恶化**
- 20.1 营业收入持续下降
- 20.2 利润下降
- 20.3 现金流量持续下降
- 20.4 应收账款大幅增加
- 20.5 存货大幅增加
- 20.6 资产负债率增高
- 20.7 固定资产和在建工程比率异常
- 20.8 商誉过高
- 20.9 营业外收入和投资类资产异常
- 20.10 准货币资金占总资产比率低，利息支出比例高
- 20.11 净利润下降或亏损
- 20.12 流动比率和总资产周转率下降
- 20.13 信用、资产减值损失增加
- 20.14 会计审计结果异常
- 21 经营策略出现异常变化**
- 21.1 主营业务变更
- 21.2 行业属性变更
- 21.3 经营策略变更
- 21.4 主要资产出让
- 21.5 非主营业务大额投资增加
- 22 经营情况出现不利变化**
- 22.1 欠缴税费
- 22.2 员工工资无法按时发放
- 23 上下游交易异常**
- 23.1 贸易纠纷数量明显增加
- 23.2 账期明显变长
- 23.3 采购价格明显上升
- 24 出现安全生产事故**
- 25 出现重大诉讼/仲裁案件**
- 26 对外担保出现不利变化**
- 26.1 对外担保集中度增加
- 26.2 对外担保余额与净资产比值增大
- 26.3 到期债务清偿无法清偿
- 27 核心人员出现异动**
- 27.1 实际控制人品行不端或行为异常
- 27.2 股东或重要管理人员退出

27.3 股东、最高管理层之间产生的较大分歧

27.4 中级管理层职位变动或离职

28 重要关联企业出现不利变化

28.1 出现重大风险事件

28.2 到期大额债务无法清偿

28.3 大额融资项目增加

29 受到行政处罚

30 外部评价恶化

30.1 出现负面新闻舆情

30.2 第三方评级机构下调评级

注：该表旨在帮助投资机构识别并评估潜在风险，分为一级、二级和三级风险，指导机构采取相应的应对措施，如退出程序、审慎评估或综合评分。仅供说明示例使用，是否符合公司具体情况和实际需要还需读者自行判断、谨慎参考。

二、风险监控与预警

风险监控与预警是投后管理中的关键环节，它们帮助基金管理人及时发现并应对潜在风险。

首先，主动跟踪项目公司的经营情况是风险监控的基础。基金管理人通过定期监督项目公司的财务和经营状况，确保公司运营正常，经营目标得以实现，并根据评估结果调整风险应对措施。这包括监督大额资金使用情况，定期查阅项目公司财务报表并进行分析，密切关注对项目公司盈利能力、成长能力变化情况。财务报表分析是这一过程中的重要组成部分，通过深入分析财务报表，能够评估其盈利能力、成长能力及其他关键财务指标的变化情况。同时，对于派驻董事的项目公司，特别关注“三重一大”事项，并利用“一票否决权”来否决项目公司经营中不合理的重大事项。

其次，建立风险监控体系与预警机制是预防风险的关键。基金管理人构建全面的风险监控体系，对项目公司的运营风险、市场风险、法律风险等进行实时监控，并根据项目公司的特点和市场环境，设置合理的风险预警指标。当相关指标触及预警线时，及时采取措施进行应对。

最后，设立及时有效的风险报告系统是风险管理的重要工具。风险报告通常包含风险识别、风险评估、风险应对等内容，系统地反映了被投资企业的风险状况及投资机构的应对措施。报告的频率根据投资机构的内部规定和被投资企业的实际情况来确定，对于高风险项目或企业，需要更加频繁地提交风险报告。风险报告的流程一般由投后管理部门或项目负责人编写，然后提交给风险控制委员会或相关决策部门进行审批和决策。在此过程中，可能需要与被投资企业进行沟通和协商，以确定最终的应对措施。

三、风险应对

风险应对是投后管理中至关重要的一环，它涉及一系列策略来最小化潜在损失和保护投资。

首先，风险回避措施是预防性策略的一部分。当面临重大风险时，基金管理人可以选择回避行为以避免更大损失。例如，在某个被投资企业突发高风险事件时，可以选择提前退出，以避免潜在的损失。

其次，损失控制措施是风险管理中的关键环节。基金管理人需要及时制定计划和采取措施，以降低损失的可能性或减少实际损失。许多基金在投资时会要求被投企业在出现突发风险事件时，通过派驻代表、加强监督等方式，确保被投资企业的运营符合预期，从而降低投资风险。对于已经发生的损失，投资机构也会采取积极的措施进行控制和减少。具体而言，管理人对于风险管理的方式更依赖于其作为股东身份所享有的公司法上的股东权利以及投资协议中约定的权利。因此，投前关于投资方权利内容的约定是否全面、完整、合理，直接决定了投资方在投后阶段处置风险的能力和效果。《投资方常见权利分类分级表》包含了投资人权利的常见条款，并按照其实际价值进行了排序，供投资方参考（见表 3-2）。

表 3-2 《投资方常见权利分类分级表》

排序	权利名称	描述	实际价值	价值分级
1	要求目标公司履行交割后义务	将尽调报告中的遗留事项约定为投资标的合同义务	确保交割义务得以履行	高
2	优先清算权	公司发生清算或“视同清算”事件时，享有优先清算权的股东（通常是公司投资人股东）有权优于其他股东获得一定的投资回报	在公司清算时优先获得回报，减少损失	高
3	回购权	投资人在特定情况下，要求公司或创始股东以特定价格购回其持有的股权的权利	为投资人提供退出机制，尤其在公司发展不如预期时	高
4	重大事项否决权	投资方在公司股东会、董事会享有一定的否决权利，以保障自身权利	对公司重大决策有否决权，保护投资人利益	高
5	优先购买权	创始股东欲转让或出售股份时，必须通知投资者，投资者有权按出资比例以创始股东的出售价格与创业股东一起向第三方转让或出售股份	保护投资人的股权比例不被稀释，维持对公司的控制力	高

6	优先认购权	公司新增注册资本或者发行股份时，投资者有权按照其股权比例享有优先认购权	保持投资人在公司中的股权比例，防止股权稀释	高
7	反摊薄条款	确保后续融资不会稀释投资方的持股比例或投资价格	保护投资人股权价值不受未来融资影响	高
8	知情权	投资方作为目标公司股东有了解目标公司信息的权利，包括信息权和检查权	保证投资人对公司经营状况的了解，保护其知情权	高
9	优先分红权	约定投资方在分红时享有优先于其他股东的权利，且分红比例可高于其持股比例	优先获得分红，增加现金流	高
10	一票否决权	在特定重大事项上赋予投资方一票否决权	保护投资人在关键决策中的利益	高
11	董事会席位	投资方在董事会中拥有席位，参与公司治理	直接影响公司决策，保护投资人利益	高
12	后续融资优先参与权	投资人在公司后续融资时有优先参与的权利	保持投资人在公司中的股权比例，防止股权稀释	高
13	管理参与权	投资人有权参与公司的日常管理决策	直接影响公司运营，保护投资人利益	高
14	财务审查权	投资人有权审查公司的财务报表和账簿	确保公司财务透明度，保护投资人利益	高
15	业务计划审批权	投资人有权审批公司的年度业务计划和预算	影响公司战略方向，保护投资人利益	高
16	重大合同审批权	投资人有权审批公司的重大合同	保护投资人免受不利合同影响	高
17	资本分配权	投资人有权参与公司资本分配决策，如增资、减资等	影响公司资本结构，保护投资人利益	高
18	共同出售权（随售权）	创始股东欲转让或出售股份时，必须通知投资者，投资者有权按出资比例以创始股东的出售价格与创业股东一起向第三方转让或出售股份	允许投资人在创始股东出售股份时一同出售股份，保护退出权益	中
19	领售权（拖售权）	投资方有权强制要求控股股东按约定价格将其股权一并出售给第三方	提供一种退出机制，尤其在公司未能上市或达到预定目标时	中

20	分红权	规定了投资者可以在某种条件下实现分红	为投资人提供定期的现金流入, 尤其在公司盈利能力强时	中
21	最优惠待遇	确保其投资条件不会劣于后续投资者	保证投资人获得的市场条件不比其他投资者差	中
22	对赌条款	公司未实现约定的经营指标或上市、并购等目标, 则对投资价格进行调整或进行其他形式的补偿	为投资人提供业绩不达标时的补偿机制	中
23	估值调整条款	未实现约定的经营指标或上市、并购等目标, 则对投资价格进行调整或进行其他形式的补偿	为投资人提供业绩不达标时的补偿机制	中
24	股息优先权	投资人按一定比例取得股息前, 公司不得向创始人以及其他股东支付股息	确保投资人在公司分红时的优先权	中
25	关键人员任命权	投资方对高级管理人员 (如 CEO、CFO 等) 的提名权或批准权	影响公司管理层构成, 保护投资人利益	中
26	股权激励	投资方对公司实施员工股权激励计划的审查和批准权	影响公司激励机制, 保护投资人长期利益	中
27	竞业禁止条款	限制创始人或关键员工在离职后从事与公司竞争的业务	保护公司知识产权和商业秘密, 维护公司竞争力	中
28	知识产权保护	确保公司对其知识产权的保护, 投资人对相关决策有审查权	保护公司无形资产, 维护投资人利益	中
29	法律事务参与权	投资人有权参与公司的法律事务和诉讼决策	保护投资人在法律事务中的利益	中
30	技术与产品开发参与权	投资人有权参与公司技术与产品开发决策	影响公司核心竞争力, 保护投资人利益	中

注: 该表概述了投资方在投资过程中可能享有的 30 项关键权利, 包括优先清算权、回购权、重大事项否决权等, 旨在保护投资方利益, 确保投资回报和公司治理参与。仅供说明示例使用, 是否符合公司具体情况和实际需要还需读者自行判断、谨慎参考。

接着, 风险转移与补偿措施是另一种有效的风险管理策略。基金管理人在投资或事件发生后, 可以通过协议、承诺等方式将风险转移给第三方承担。例如, 引入第三方签署投资收益补足、多方签署的对赌协议和回购条款等方式, 将部分风险转移给被投资企业实控人、控股股东、关联方或其管理层。

此外，风险保留与承担是风险管理中不可避免的一部分。在充分衡量基金投资中某一投资标的确实存在无法挽救或突发的损失时，基金管理人需要确认损失形成并予以确认。

最后，灵活调整与及时采取法律措施是应对风险的重要手段。根据市场变化和被投资企业的实际情况，基金管理人可以灵活调整投资策略，如增加或减少投资额度、调整投资组合等。在必要时，与项目公司协商调整投资合同中的条款，以适应市场变化和被投资企业的实际情况，降低投资风险。当项目公司出现违约行为或损害投资者利益时，私募股权基金可以依法提起诉讼或仲裁，维护自身权益。同时，加强合规管理，确保基金的投资活动符合相关法律法规和监管要求，避免合规风险。

四、风险管理体系建设

风险管理体系建设是确保基金稳健运作的基石，涉及多个关键组成部分。

首先，构建系统完善的风险管理体系是基础。这包括建立全面的风险管理制度、明确的风险管理流程以及清晰的风险管理组织架构。这些元素共同构成了一个坚实的框架，使得基金能够系统地识别、评估、监控和应对各种风险。

其次，加强风险管理培训至关重要。通过提升基金管理团队和投资者的风险管理意识和能力，基金管理人可以确保所有相关人员都具备必要的知识和技能，以有效管理风险。这种培训不仅增强了团队的专业知识，还提高了对风险管理重要性的认识。

最后，引入第三方风险管理服务可以为基金带来额外的价值。聘请专业的风险管理机构或顾问提供风险管理咨询和服务，可以为基金提供客观的评估和专业的建议。这种外部视角有助于识别内部可能忽视的风险点，从而增强整体的风险管理能力。

第三节 基金投后估值及评价

一、基金估值指引和监管政策

估值在企业创新发展过程中发挥着重要的价值引领作用，因此得到越来越广泛的关注。传统的资产评估主要围绕交易展开，在严格的监管体系下，估值技术能够为确定交易价格提供重要依据。而在新环境、新形势下，估值不再仅是发现价值的工具，更重要的是能够引导企业价值创造，助力企业在全生命周期过程中开展卓有成效的价值管理。

2017年，财政部修订了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号——金融资产转移》、《企业会计准则第24号——套期会计》等新金融工具准则。为配合新准则的实施，指导证券公司科学、合理地对金融工具进行估值和减值，中国证券业协会制定并公布了《证券公司金融工具估值指引》、《非上市公司

股权估值指引》及《证券公司金融工具减值指引》三项指引文件。其中，《非上市公司股权估值指引》明确了非上市公司股权估值的主要原则、主要估值技术以及选择估值技术的基本考虑因素。

为引导私募投资基金非上市股权投资专业化估值，完善资产管理行业估值标准体系，促进私募基金行业健康发展，保护基金持有人利益，2018年3月，基金业协会制定并发布了《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》，该指引的发布统一了私募投资基金估值标准，对股权投资行业估值体系的完善具有重要意义，同时标志着私募基金整体制度的进一步完善和发展。

2025年4月，中国证券业协会发布关于修订发布《证券公司金融工具估值指引》《非上市公司股权估值指引》《证券公司金融工具减值指引》的通知，修订《证券公司金融工具估值指引》、《非上市公司股权估值指引》和《证券公司金融工具减值指引》，并将于2025年6月1日起正式施行。指引的修订明确了日常估值的频率，细化估值技术并强调了估值技术的一致性。此外，增加了使用第三方估值数据的相关要求，以确保估值结果的准确性及可靠性。

二、价值评估方法（股权、债权及衍生品）

（一）价值评估基本原则

在确定投资项目的公允价值时，应遵循以下规则：

（1）对存在活跃市场且能够获取相同资产或负债报价的投资品种，在估值日有报价的，除会计准则规定的例外情况外，应将该报价不加调整地应用于该投资项目的公允价值计量。估值日无报价且最近交易日后未发生影响公允价值计量的重大事件的，应采用最近交易日的报价确定投资项目的公允价值。有充足证据表明估值日或最近交易日的报价不能真实反映投资项目的公允价值的，应对报价进行调整，确定公允价值⁴⁷。与上述投资品种相同，但具有不同特征的，应以相同投资品种的公允价值为基础，并在估值技术中考虑不同特征因素的影响。特征是指对资产出售或使用的限制等，如果该限制是针对资产持有者的，那么在估值技术中不应将该限制作为特征考虑。

（2）对不存在活跃市场的投资品种，应采用在当前情况下适用并且有足够可利用数据和其他信息支持的估值技术确定公允价值⁴⁸。对于不存在活跃市场的复杂投资项目，应通过建立多元化的估值方法和交叉核对机制，确保其合理性和可靠性。

（3）在满足会计准则的前提下，如果用以确定公允价值的近期信息不足，或者公允价值的可能估计金额分布范围很广，而成本代表了该范围内对公允价值的最佳估计的，

⁴⁷ 《证券公司金融工具估值指引》. 中国证券业协会, 2018.

⁴⁸ 《证券公司金融工具估值指引》. 中国证券业协会, 2018.

该成本可代表其在该分布范围内对公允价值的恰当估计。

(4) 使用第三方估值机构提供的价格数据计量相关资产的公允价值时, 应选取可靠的、信誉良好的第三方估值机构, 应充分了解第三方所使用的估值方法及估值结果的产生过程是否符合会计准则要求, 评估第三方估值机构的权威性、独立性及专业性, 定期评估其估值质量并对估值结果进行检验, 防范可能出现的估值偏差⁴⁹。

(5) 公允价值计量使用的估值方法一经确定, 不得随意变更, 除非变更估值方法或其应用能使计量结果在当前情况下同样或者更能代表公允价值⁵⁰。在进行估值时, 应优先使用相关可观察输入值, 只有在相关可观察输入值无法取得或取得不切实可行的情况下, 才可以使用不可观察输入值。

(二) 股权常见估值方法

股权项目常见的估值方法包括: 近期融资价格法、市场乘数法、净资产法、成本等。

表 3-3 股权常见估值方法

估值方法	适用场景
近期融资价格法	最近存在新一轮融资或交易的投资项目
市场乘数法	相对成熟、可产生持续利润或收入, 且可在公开市场上找到可比公司的投资项目
净资产法	无法获取可比公司, 且主要价值来源于其资产的投资项目, 如重资产型企业或投资控股企业; 也可用于经营情况不佳, 面临清算的投资项目
成本法	初始投资日距估值日较短, 且投资后经济环境及投资项目自身情况没有发生重大变化, 且货币时间价值未产生重大影响的非上市股权; 以及无法获取可靠信息用于估值的非上市股权

近期融资价格法适用于最近存在新一轮融资或交易的投资项目。在运用参考近期融资价格法时, 应当对近期融资价格的公允性做出判断。如果没有主要的新投资人参与近期融资, 或近期融资金额对投资项目而言并不重大, 或最近交易被认为是非有序交易(如被迫出售股权或对投资项目陷入危机后的拯救性投资), 则该融资价格一般不作为投资项目公允价值的最佳估计使用。此外, 还应当结合近期融资的具体情况, 考虑是否需要调整对影响近期融资价格公允性的因素进行调整, 相关因素包括但不限于:

- (1) 近期融资使用的权益工具与持有的非上市股权在权利和义务上是否相同;
- (2) 投资项目的关联方或其他第三方是否为新投资人提供各种形式的投资回报担

⁴⁹ 《证券公司金融工具估值指引》. 中国证券业协会, 2018.

⁵⁰ 《证券公司金融工具估值指引》. 中国证券业协会, 2018.

保；

（3）新投资人的投资是否造成对原股东的非等比例摊薄；

（4）近期融资价格中是否包括了新投资人可实现的特定协同效应，或新投资人是否可享有某些特定投资条款，或新投资人除现金出资外是否还投入了其他有形或无形的资源⁵¹。

特定情况下，伴随新发股权融资，投资项目的现有股东会将其持有的一部分股权（以下简称“老股”）出售给新投资人，老股的出售价格往往与新发股权的价格不同。针对此价格差异，需要分析差异形成的原因，如老股与新发股权是否对应了不同的权利和义务、是否面临着不同的限制，以及老股出售的动机等。评估单位应当结合价格差异形成原因，综合考虑其他可用信息，合理确定公允价值，原则上优先选择老股出售价格作为近期融资价格⁵²。

此外值得注意的是，估值日距离融资完成得时间越久，近期融资价格的参考意义越弱。在后续估值日运用近期融资价格法时，应当根据市场情况及投资项目自身情况的变化判断近期融资价格是否仍可作为公允价值的最佳估计⁵³。

市场乘数法适用于相对成熟、可产生持续利润或收入，且可在公开市场上找到可比公司的投资项目。

市场乘数法选取在业务性质与构成、企业规模、企业所处经营阶段、风险状况和盈利增长潜力等方面与投资项目相似的可比上市公司；从可比上市公司中选取与投资项目同行业、规模相近的样本，通过“市盈率”、“市净率”、“企业价值/销售收入”等可比指标，并考虑流动性折扣调整，确定股权投资的公允价值⁵⁴。

在运用市场乘数法时，应当从市场参与者角度出发，参照下列步骤执行评估工作：

（1）选择投资项目可持续的财务指标（如利润、收入）为基础的市场乘数类型，查找在企业规模、风险状况和盈利增长潜力等方面与投资项目相似的可比上市公司或可比交易案例，通过分析计算获得可比市场乘数，并将其与投资项目相应的财务指标结合得到股东全部权益价值（调整前）或企业价值；

（2）若市场乘数法计算结果为企业价值，应当扣除企业价值中需要支付利息的债务，得到股东全部权益价值（调整前），并且应当在股东全部权益价值（调整前）基础上，针对投资项目的溢余资产或负债或有事项、流动性、控制权、其他权益工具（如期权）可能产生的摊薄影响及其他相关因素等进行调整，得到投资项目的股东全部权益价值（调整后）；

⁵¹ 《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》。中国证券投资基金业协会，2018.

⁵² 《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》。中国证券投资基金业协会，2018.

⁵³ 《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》。中国证券投资基金业协会，2018.

⁵⁴ 《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》。中国证券投资基金业协会，2018.

(3) 如果投资项目的股权结构复杂,各轮次股权的权利和义务存在明显区别,则应当采用合理方法将股东全部权益价值(调整后)分配至企业持有部分的股权。如果投资项目的股权结构简单(即同股同权),则可按照企业的持股比例计算持有部分的股权价值⁵⁵。

在估值实践中各种市场乘数均有应用,如市盈率(P/E)、市净率(P/B)、企业价值/销售收入(EV/Sales)等,应当从市场参与者角度出发,根据投资项目的特点选择合适的市场乘数。在使用各种市场乘数时,应当保证分子与分母的口径一致,如市盈率中的盈利指标应为归属于母公司的净利润,而非全部净利润;市净率中的净资产应为归属于母公司的所有者权益,而非全部所有者权益。一般不采用市销率(P/Sales)、市值/息税折摊前利润(P/EBITDA)、市值/息税前利润(P/EBIT)等市场乘数,除非可比公司或交易与投资项目在财务杠杆和资本结构上非常接近⁵⁶。

此外,估值时应充分考虑上市公司股票与非上市股权之间的流动性差异。对于通过可比上市公司得到的市场乘数,通常需要考虑一定的流动性折扣后才能将其应用于非上市股权估值⁵⁷。流动性折扣可参考第三方机构提供的行业流动性折扣率、结合国内外关于流动性折扣的学术研究数据综合判断选取。

例如,公司持有某非上市公司6%的股权份额,该公司相对成熟,财务数据等信息较为完整。经查询,该投资项目属于地方国有企业,证监会行业分类为建筑业-土木工程建筑业。截至2024年12月31日,该企业净利润约0.48亿元,净资产约8.20亿元。评估单位寻找与该企业“行业”、“业务结构”、“资产规模”、“收入规模”等关键因素相似的企业作为可比公司,最终选取5家企业作为可比公司,并通过数据终端获取可比公司估值时点的市净率中位数数据为0.95。由于投资项目属于建筑业,其流动性折扣行业经验值为31.29%。则最终估值结果=估值日净资产×持股比例×可比公司估值日市净率中位数×(1-流动性折扣)=820,000,000元×6%×0.9500×(1-31.29%)=32,115,054元。

净资产法适用于无法获取可比公司,且主要价值来源于其资产的投资项目,如重资产型企业或投资控股企业;也可用于经营情况不佳,面临清算的投资项目⁵⁸。

根据《企业会计准则第22号——金融资产确认和计量》第四十四条,如果用以确定公允价值的近期信息不足,或者公允价值的可能估计金额分布范围很广,而成本代表了该范围内对公允价值的最佳估计,该成本可代表其在该分布范围内对公允价值的恰当估计,即非上市股权在估值日的公允价值等于其历史成本⁵⁹。

⁵⁵ 《私募投资基金非上市股权投资估值指引(试行)》。中国证券投资基金业协会,2018.

⁵⁶ 《私募投资基金非上市股权投资估值指引(试行)》。中国证券投资基金业协会,2018.

⁵⁷ 《私募投资基金非上市股权投资估值指引(试行)》。中国证券投资基金业协会,2018.

⁵⁸ 《私募投资基金非上市股权投资估值指引(试行)》。中国证券投资基金业协会,2018.

⁵⁹ 《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》。财政部,2017.

成本适用于初始投资日距估值日较短，且投资后经济环境及投资项目自身情况没有发生重大变化，且货币时间价值未产生重大影响的非上市股权；以及无法获取可靠信息用于估值的非上市股权。

（三）债权常见估值方法

对于债权类项目，有相对明确的收益安排，可采用现金流折现法进行估值。债权现金流的确定，应按照合同约定的利率及付息频率，计算债权每期付息现金流及现金流发生时点。若经评估单位评估，合同约定现金流不再满足其未来现金流的回收情况，可采用合理假设预测相关债权未来现金流。通过对债务人财务状况进行考察和评估，估算能从债务人以现金方式直接收回的本金和利息；若预计无法按时收回本金或利息，则需根据其担保方式不同，对保证人财务状况及其还款意愿或抵（质）押物处置难度及变现能力进行评估，判断可回收的净现金额及回收时点。

在确定现金流结构的基础上，需要为债权匹配符合其信用风险水平的收益率曲线，可采用第三方评估机构发布的收益率曲线，实现基准曲线的构建。此外，在起息日，可根据债权现金流结构（预期收益率、付息频率、计息基准等），加入交易点差对折现利率进行校准。在估值日，计算剩余期限的现金流，选取估值日对应的收益率曲线计算每期现金流对应的收益率，并在收益率的基础上考虑交易点差得到每期折现率，对未到期现金流进行折现，得到估值日的债权评估结果。

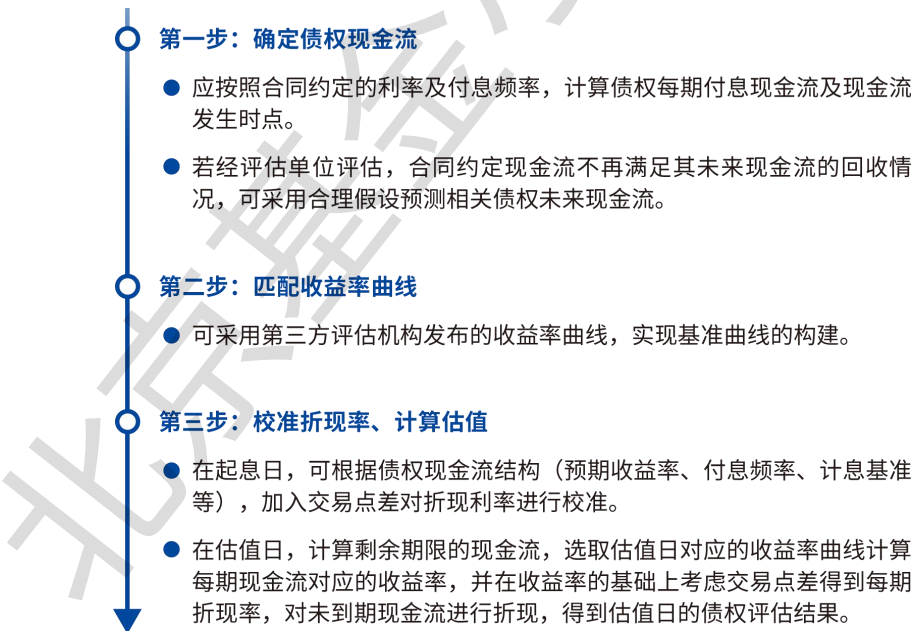


图 3-3 债权估值方法——现金流折现法

（四）衍生品常见估值方法

衍生品常见的估值资产类型包括：外汇即远期、外汇掉期、利率互换等。

外汇即期产品、外汇远期产品及无本金交割远期外汇交易产品：

对将在未来约定日期交换的两种货币相反方向的现金流分别折现到估值日，使用货币1与货币2的即期汇率折算后，再计算两端现金流之和作为远期交易的价格。

外汇掉期产品：

方法一：将未来收/付现金流分别折现至估值日，并利用即期汇率进行计算；

方法二：利用远期汇率计算交付日的净现金流，并折现至估值日。

利率互换产品：

根据收入端和支付端的币种或标的类型、名义本金、付息频率、计息基准、营业日惯例等确定现金流，根据对应币种的无风险利率确定折现率。对于货币利率互换，还应考虑汇率波动风险。

图 3-4 衍生品估值方法——现金流折现法

对于尚未交割的外汇即期产品、外汇远期产品及无本金交割远期外汇交易（non-deliverable forward—NDF）产品通常采用现金流折现法估值，其价值等于估值日期应付端和应收端在估值日的现值的差额。外汇即远期交易的估值逻辑是对将在未来约定日期交换的两种货币相反方向的现金流分别折现到估值日，使用货币1与货币2的即期汇率折算后，再计算两端现金流之和作为远期交易的价格；亦可以理解为将货币1与货币2未来现金流按照两种货币对折现币种的远期汇率折算为折现币种，并使用折现币种的无风险利率折现到估值日。由于各币种对折现币种的隐含收益率依照利率平价关系推导，所以上述两种方式计算结果是一致的。

外汇掉期产品通常采用现金流折现法估值，其价值等于估值日期应付端和应收端在估值日的现值的差额。外汇掉期等效于一笔外汇即期交易和一笔相反方向的外汇远期交易的组合。外汇掉期的估值有两种方式：

- 将未来收/付现金流分别折现至估值日，并利用即期汇率进行计算；
- 利用远期汇率计算交付日的净现金流，并折现至估值日。

若估值日在第一次货币交换之前，则即期端按照未实现损益处理，将外汇掉期价格等于一笔外汇即期交易和一笔相反方向的外汇远期交易价格之和；反之，若估值日在第

一次货币交换之后，则即期端按照已实现损益处理，外汇掉期价格等于外汇远期交易的价格。

对于利率互换产品，同样采用现金流折现法确定估值，根据收入端和支付端的币种或标的类型、名义本金、付息频率、计息基准、营业日惯例等确定现金流，根据对应币种的无风险利率确定折现率。对于货币利率互换，还应考虑汇率波动风险。

三、股权价值分摊

股权价值分摊是指将企业股东权益的价值在不同的股东之间按一定的原则或比例进行分配和归属的一种方式。该过程通常基于股东所持股份的比例，但也可能受到其他约定条款、公司章程或股东协议的影响。

股权价值分摊通常遵循以下原则：



图 3-5 股权价值分摊原则

股权价值的分摊通常存在于合伙型基金中普通合伙人和各有限合伙人的价值分摊。通常情况下，普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。普通合伙人对基金事务拥有充分的管理和控制权，有权代表合伙基金签订对外的法律文件，在有限合伙中处于核心地位。普通合伙人一般为基金的管理人，基金管理人的收益主要由基金管理费收入、基金业绩分成和协议约定的投资收益组成。有限合伙人即为基金的投资人，不负责具体经营。

基金按照权利收益风险设计分为平层基金和结构化基金。平层基金不设优先级、中

间级和劣后级，各类份额同股同权享有基金收益，承担风险。结构化基金通过结构化设计，根据基金本金和收益分配的优先顺序，将基金份额分为优先级份额、中间级份额和劣后级份额。一般实践中，通常以基金协议约定的分配顺序及方式进行收益分配。

在对结构化基金各类份额的公允价值进行价值分析时，首先采用净资产调整法对基金公允价值进行分析，得到基金层面的公允价值后，按照基金合伙协议约定的计算可分配收益并按照协议约定的分配方式将其在各基金合伙人之间进行分配，从而确定各个基金合伙人所有的基金份额于估值基准日的公允价值。具体计算方法如下：

（1）测算基金层面公允价值；

（2）测算基金可分配收益：一般实践中，根据基金协议约定，在基金层面公允价值的基础上，扣除相关费用、负债（如后合伙企业费用、税收、弥补亏损（如有）及预留基金运作合作费用和应付账款类负债（如有））后的剩余部分，作为基金可分配收益；

（3）按照基金协议约定进行收益分配：按照基金合伙协议约定将可分配收益其在各基金合伙人之间进行分配，从而确定各个基金合伙人所有的基金份额于估值基准日的公允价值。

通常情况下，平层基金按照基金协议中约定的对各基金份额持有人的分配比例进行分配，不存在分配的先后顺序，承担的投资风险无差异。因此，一般情况下，平层基金的基金份额公允价值可通过基金净资产公允价值乘以各基金份额比例计算得到。

四、夹层基金与母基金投后估值

私募股权投资母基金通常指通过对私募股权子基金进行投资，对私募股权子基金底层项目间接投资的基金。

在可获取母基金底层子基金及底层投资项目信息的情况下，对私募股权投资母基金的估值应遵循“应穿尽穿”的原则，即穿透至母基金底层，对子基金及子基金底层项目逐一开展投后估值。

通常情况下，对母基金及子基金层面估值采用净资产法，通过对基金在估值基准日各项资产和负债的公允价值进行分析得出。其具体步骤为：

（1）识别出基金层面资产负债表中需要以公允价值计量的资产和负债（主要包括股权投资、债权投资和资管产品投资等各项投资工具），并对其进行公允价值估值；

（2）对其余资产负债项目以其账面价值计量；

（3）通过资产减去负债计算得出基金层面净资产的公允价值。

夹层基金属于管理层收购中的一种融资来源，提供的是介于股权投资与债权投资之间的资金，其投资形式主要集中于可转换债券、明股实债、次级债券等。针对夹层基金

的估值，通常采用现金流折现法估值，在确定现金流结构的过程中需综合考虑以下因素：

- （1）企业的信用风险，包括还款能力、财务状况等；
- （2）未来经营及现金流情况；
- （3）利息/股利安排及退出保障条款；
- （4）融资安排及资本结构，确定夹层基金的权益；
- （5）抵押担保及利益分配权利，以评估优先级、劣后级投资者的权利和回报。

五、基金投后评估

近年来，诸多投资机构已清晰地意识到投资管理与投后评估的重要性，并将基金投后评估纳入项目全生命周期管理体系。

基金投后评估体系建设可实现以下管理目标：

- 理顺投资逻辑：基金投后评估的建设可指导投资经理及公司决策层在企业投前阶段，明确投资目的，确定投资方向，引导投资定价；
- 规范投后管理：基金投后评估的建设使得投后人员对投资标的进行常态化投后管理，对企业的运营情况及时监管，实时处理；
- 实现综合评价：基金投后评估的建设使得所投项目的评价更加直观，项目价值通过量化的方式准确客观的体现，并实现项目本身纵向可追溯及项目之间的横向可比。

为实现以上管理目标，企业可从决策、过程、产出、效果和风险控制等多评价维度出发，对基金管理人或基金产品制定投后评估指标。可在评估体系中引入平衡记分卡工具并对指标赋予不同权重，计算最终打分结果，实现管理人或产品之间横向可比较。

投后评估体系建设的关键在于评价指标设置，指标设置可通过定性与定量指标相结合，从以下几个方面设置指标：

1) 法律监管及自律风险指标：法律监管风险指标主要关注管理人或基金是否遵守国家法律法规和行业监管要求。而自律风险指标则关注管理人或基金是否遵守行业自律要求。这些指标旨在帮助企业识别、评估和控制潜在的法律风险，确保标的合规运营。

2) 公司治理及内部管理指标：公司治理及内部管理指标是衡量公司治理水平和内部管理效率的关键数据，包括内部控制和风险管理、投资者权益保护、信息披露等指标；

3) 公司竞争力指标：公司竞争力指标是体现公司核心发展能力的重要指标，它反映了企业的差异化经营及可持续发展的能力；

4) 团队情况指标：团队情况指标是评估团队稳定性及管理能力的指标；

5) 业绩表现指标：基金业绩表现指标是衡量基金投资效果和风险水平的重要工具，

这些指标提供了关于基金在不同方面的运行和管理人投资结果的信息；

6) 财务指标：财务评价指标是衡量基金财务状况和投资效益的重要工具。



图 3-6 投后评估体系建设

六、投后价值提升

投后价值提升是指在完成投资后，通过一系列的管理和运营手段，使被投资企业的价值得到增加或提高的过程。投后价值的提升本质是企业管理能力的提升，现行的企业管理中主要存在以下方面的问题：

- 在风险管理体系建设方面，流程管控存在盲点，流程管控薄弱。针对流程中可能存在的风险点，未能完全识别并建立相应的风险缓释措施；
- 在风险管理工具方面，重单笔轻组合，缺乏基金组合层面的管理分析；
- 在投后评价方面，重定性轻定量，以单个项目定性评审为主，以专家经验作为评审核心，定量分析不足。

公司可通过全流程内控检视与风险识别、风险管理体系建设规划、风险管理工具落地实施三方面逐步实现风险管理能力的提升，最终实现项目及组合投后价值的提升。

全流程内控检视与风险识别层面

- ◆ 可按照业务流程进行分析，全面识别投前、投后各阶段承担的流程风险和内外部风险点，确定核心风险类型，形成“流程-风险”二维视图，将风险识别纳入全面风险管理体系，并为其匹配相应的风险管理措施。
- ◆ 结合流程梳理关注重点，设计完善的流程梳理模板，明确记录的字段，形成具有指导性、标准化的重点流程尽职履责指引手册，在后续指导业务实际开展使用的同时，满足各类合规要点的履职职责。

风险管理体系建设规划层面

- ◆ 短期内，建立健全全面风险管理体系，明确各部门风险管理的边界和职责，梳理风险管理流程，规范管控方式，形成全员参与、全面覆盖的风险管理机制。
- ◆ 中期阶段，通过管理精细化及风险管理数字化实现建设目标，在满足基金投资相关监管要求的基础上，完善公司及所属企业的股权结构和风险治理框架，进一步完善风险和内控管理基础工具，细化风险与内控管理职责。此外初步建成风险管理信息平台，替代手工操作，提高工作效率，实现公司内部风险信息共享。
- ◆ 在长期规划上，优化各类风险和资本的计量水平，建设高级计量方法和体系；提高数据精度，确保计量结果的准确性。建立风险规划与业务、收益规划等的联动模型。在数字化建设中，可依托机器学习对大数据进行解析，打造更为智能化的、量化的、主动型的风险管理能力。

风险管理工具落地实施方面

- ◆ 公司应完善风险偏好和限额管理体系，选取合适的风险偏好和限额指标并设定各类阈值，建立由总体风险偏好和各主要风险的风险偏好组成的风险偏好陈述体系，建立由总体风险偏好和各主要风险的风险偏好组成的风险偏好陈述体系，将各风险偏好的管理类指标以限额的形式在各业务条线和风险类别中进行分配，根据公司实际情况，设计适用于公司实际情况的限额监控流程及超限额管理流程。
- ◆ 在投资组合层面，通过建立比较基准，可进行投资组合绩效归因，从而对组合收益进行评价。此外，压力测试同样可作为管理工具对投资组合进行风险管理，并且保证压力测试结果综合被运用在组合设计，投资策略以及内部管理中。在对压力测试整体体系的设计中，可通过衡量对单个项目端的风险冲击，评估投资组合端受到的冲击。例如，通过衡量权益类资产股权价值的波动，债权类资产信用利差的变动、流动性水平的变动，货币类资产汇率的变动，进而得出承压场景下的组合价值变化及关键监管指标变化。管理层可依据压力测试结果制定相应的应急预案。

图 3-7 投后价值提升

在全流程内控检视与风险识别层面，可按照业务流程进行分析，全面识别投前、投后各阶段承担的流程风险和内外部风险点，确定核心风险类型，形成“流程-风险”二维视图，将风险识别纳入全面风险管理体系，并为其匹配相应的风险管理措施。此外结合流程梳理关注重点，设计完善的流程梳理模板，明确记录的字段，形成具有指导性、

标准化的重点流程尽职履责指引手册，在后续指导业务实际开展使用的同时，满足各类合规要点的履职职责。

在风险管理体系建设规划层面，可通过短期、中期、长期分阶段实现体系建设。短期内，建立健全全面风险管理体系，明确各部门风险管理的边界和职责，梳理风险管理流程，规范管控方式，形成全员参与、全面覆盖的风险管理机制。中期阶段，通过管理精细化及风险管理数字化实现建设目标，在满足基金投资相关监管要求的基础上，完善公司及所属企业的股权结构和风险治理框架，进一步完善风险和内控管理基础工具，细化风险与内控管理职责。此外初步建成风险管理信息平台，替代手工操作，提高工作效率，实现公司内部风险信息共享。在长期规划上，优化各类风险和资本的计量水平，建设高级计量方法和体系；提高数据精度，确保计量结果的准确性。建立风险规划与业务、收益规划等的联动模型。在数字化建设中，可依托机器学习对大数据进行解析，打造更为智能化的、量化的、主动型的风险管理能力。

在风险管理工具落地实施方面，公司应完善风险偏好和限额管理体系，选取合适的风险偏好和限额指标并设定各类阈值，建立由总体风险偏好和各主要风险的风险偏好组成的风险偏好陈述体系，将各风险偏好的管理类指标以限额的形式在各业务条线和风险类别中进行分配，根据公司实际情况，设计适用于公司实际情况的限额监控流程及超限额管理流程。在投资组合层面，通过建立比较基准，可进行投资组合绩效归因，从而对组合收益进行评价。此外，压力测试同样可作为管理工具对投资组合进行风险管理，并且保证压力测试结果综合被运用在组合设计，投资策略以及内部管理中。在对压力测试整体体系的设计中，可通过衡量对单个项目端的风险冲击，评估投资组合端受到的冲击。例如，通过衡量权益类资产股权价值的波动，债权类资产信用利差的变动、流动性水平的变动，货币类资产汇率的变动，进而得出承压场景下的组合价值变化及关键监管指标变化。管理层可依据压力测试结果制定相应的应急预案。

第四节 基金投后税务管理

一、投前重点税务考虑

投前阶段主要涵盖基金募集设立阶段与投资阶段，此阶段的税务考量将会影响投资基本事项，从而影响投后阶段基金各方的税务处理。

在募集设立阶段，基金形式的选择、架构的搭建、合伙协议的拟定、选址的确定以及合规申报等方面的税务处理，会直接影响基金的税务框架与成本结构。基金架构中各主体（基金、投资人、管理人）的税务安排，影响着各方的利益分配与长期合作稳定性。在投资阶段，对目标企业的税务尽职调查结果，决定了投资估值的准确性以及潜在的税务风险敞口。若未能在投前充分识别目标企业的税务隐患，如历史税务遗留问题、潜在

的税务争议等，投后可能面临税务成本超支、税务处罚等不利局面，则会降低投资回报。

因此，探究投前税务问题并制定完善策略，是保障投后管理顺利进行、实现投资目标的基石。

（一）募集设立阶段税务问题

1、基金形式的选择

常见的基金形式有合伙制、公司制和契约制三种。这三种形式在募集阶段、投资阶段和投后阶段，各主体（投资人、基金和管理人）所受的税务影响均存在明显差异，而这些差异将在很大程度上影响基金的整体税务规划与效益。选择适当的基金形式并充分把握不同形式的税务特征，是基金税务规划的起点和基础。

2、基金架构

无论采取何种基金形式，基金架构中通常会包含基金、投资人、基金管理人三类主体。表 3-4 扼要归纳了不同形式基金架构中不同主体的税务影响。各主体不同阶段的具体税务影响和特殊关注事项将在后续各章节中介绍。

表 3-4 投资人及基金的涉税影响

基金类型	涉及主体	税务影响	主要税务特征
契约型基金	投资者（境内个人或境内法人企业）	• 个人所得税：就股息红利按 20% 税率缴纳个人所得税。目前实操中管理人是否应代扣代缴存在不确定性 • 企业所得税：按 25% 税率就获得的投资收益缴纳企业所得税	• 基金通常非纳税主体，由投资者和管理人申报缴纳所得税和增值税，一定程度上避免了“双重纳税”问题
	基金	• 增值税：对于基金的应税收入，由管理人按照 3% 的征收率缴纳增值税，不抵扣进项税 • 印花税：如不涉及实收资本及资本公积营业账簿，设立阶段一般无需就募集资金缴纳印花税	
公司型基金	投资者	• 个人所得税：一般情况下，<u>境内个人</u>就股息红利缴纳 20% 个人所得税；<u>外籍个人</u>从外商投资企业取得的股息、红利所得暂免缴纳中国个人所得税 • 企业所得税：<u>境内企业投资者</u>可享受	• 个人股东可能涉及“双重纳税”问题 • 基金取得股息分红有机会享受分红免税政策 • 公司提取法定公积金的要求对于利润分配存在

基金类型	涉及主体	税务影响	主要税务特征
基金		居民企业之间分红免税的政策； 一般情况下， <u>境外企业投资者</u> 从境内公司取得的股息、红利所得应缴纳10%的预提所得税。对符合税收协定(安排)待遇条件的，可按照税收协定(安排)的规定执行	一定限制 • 募集资金如作为实收资本或资本公积需缴纳印花税
	基金	• 企业所得税：企业法人为独立纳税主体，按25%缴税。取得被投资企业股息分红有机会享受居民企业之间分红免税的政策 • 增值税：独立申报增值税。对于保本利息收入、转让金融商品等收入按照6%缴税(一般纳税人)并可抵扣进项，或按3%征收率缴税(小规模纳税人)但不得抵扣进项 • 印花税：募集资金如计入实收资本及资本公积营业账簿需要按照0.025%缴纳印花税	
合伙型基金	投资者	• 个人所得税：境内个人自合伙企业分回的利息、股息、红利，按20%缴纳个人所得税；分回的其他收入，按“经营所得”缴纳5% - 35%的个人所得税。创投基金特殊政策下文另行介绍。 <u>外籍个人投资者</u>自合伙企业分回收益，其在中国的个人所得税处理及协定待遇的适用存在不确定性，具体请见QFLP特殊关注事项部分的内容。 • 企业所得税：对于<u>境内企业投资者</u>，应按25%税率缴纳企业所得税，无法享受居民企业之间分红免税的政策。对于<u>境外企业投资者</u>，其在中国境内设立了“机构、场所”的，应就来源于境内所得按25%税率计征企业所得税；在境内未设立“机构、场所”或虽设立“机构、场所”但取得的所	• 基金非所得税纳税主体，由合伙企业投资人按照“先分后税”原则纳税 • 法人投资者通过合伙制基金进行股权投资，无法享受居民企业间分红免税政策，存在“双重纳税”问题

基金类型	涉及主体	税务影响	主要税务特征
		得与其无实际联系的,则就来源于境内所得按 10%缴纳预提所得税。但目前对于是否存在“机构、场所”、所得的定性以及协定待遇的适用等问题存在不确定性,具体见 QFLP 特殊关注事项部分的内容。	
	基金	• 增值税:独立申报增值税。对于保本利息收入、转让金融商品等收入按照 6%缴税(一般纳税人)并可抵扣进项,或按 3%征收率缴税(小规模纳税人)但不得抵扣进项 • 印花税:如不涉及实收资本及资本公积营业账簿,设立阶段通常可无需就募集资金缴纳印花税。实践中,考虑到缺乏明确法规指引及可能存在不同见解。	

基金管理人的主体形式通常为公司制以及合伙制,其取得的与管理人身份相关的收益一般包括管理费/咨询费收入及附加收益。基金管理人也作为投资者并获得直接投资收益的,其涉税影响可参考表 3-5 的总结。表 3-5 仅介绍不同类型基金管理人取得管理费/咨询费收入以及附加收益时的税务影响。

表 3-5 基金管理人的涉税影响

管理人类型	取得收益类型	税务影响
公司制管理人	管理费/咨询费收入	• 企业所得税:就其应纳税所得额按 25%税率缴纳企业所得税 • 增值税:就基金管理费按 6%缴税(一般纳税人)/3%(小规模纳税人)缴税
	附加收益	• 企业所得税:存在一定不确定性。如被认定为服务收入,就其应纳税所得额按 25%税率缴纳企业所得税。如被认定为投资收益,一般情况下也需就应纳税所得额按 25%税率缴纳企业所得税,如满足一定条件,来自公司制基金的股息红利有机会享受分红免税政策 • 增值税:存在一定不确定性。如被认定为服务收入,则应就该收入按 6%缴税(一般纳税人)/3%(小规模纳税人)缴税。如被认定为非保本投资收益则无需纳税
合伙制管理人	管理费/咨询费收入	• 所得税:合伙企业层面不缴纳所得税,由其合伙人按照“先分后税”

管理人类型	取得收益类型	税务影响
	入	原则缴纳所得税，其中个人合伙人按“经营所得”缴纳 5% - 35% 的个人所得税；法人合伙人就其应纳税所得额缴纳 25% 的企业所得税 • 增值税：就基金管理费按 6%（一般纳税人）/3%（小规模纳税人）缴税
	附加收益	• 所得税：合伙企业层面不缴纳所得税，由其合伙人按照“先分后税”原则缴纳所得税。对于个人合伙人，如认定其分得的所得属于管理人分回的利息、股息、红利则按 20% 缴纳个人所得税；否则应按“经营所得”缴纳 5% - 35% 的个人所得税；法人合伙人就其应纳税所得额缴纳 25% 的企业所得税 • 增值税：存在一定不确定性。如被认定为服务收入应按 6% 缴税（一般纳税人）/3%（小规模纳税人）。如被认定为非保本投资收益，无需缴纳增值税

3、合伙协议安排

合伙制基金与公司制基金和契约制基金不同，其适用“先分后税”征税原则，即在合伙企业层面不征税，而是将所得以一定的比例分配给每一个合伙人，由各个合伙人分别缴纳个人所得税或企业所得税。分配方式和比例通常由合伙协议约定，故合伙协议相关安排对于合伙企业的税务管理至关重要。

一方面，合伙协议通常会约定收益分配的原则和机制，包括收益分配比例、门槛收益率、优先劣后顺序、担保及增信措施、超额收益分配等安排，这些条款将直接决定合伙人的税务负担，进而为后续的投资和投后管理阶段的税务处理奠定基础。另一方面，合伙协议应提前考虑合伙人及管理人税务安排，包括税务合规管理事务职责、涉税信息和资料传递、税务问题决策流程、涉及税务争议问题时的解决方案等，以有效防控税务风险和合伙人之间及与管理人之间的商业纠纷。

4、基金选址

基金的选址主要可分为两类情况，一是国资或地方产业基金，另一类是外资或民营基金，二者选址的考量因素通常存在差异。

对于国资或地方产业基金而言，其设立地点往往与当地的产业规划和招商引资战略紧密相连。核心诉求在于通过投资吸引优质企业落户，进而带动区域经济发展和产业结构优化。

外资或民营基金在选址时，通常会更多的考虑商业因素，例如当地营商环境、投资标的产业聚集等。在税务方面，健全规范的税收管理和优质高效的政务服务也是良好营

商环境的重要组成部分。

为鼓励公司制基金发展，2020 和 2021 年，国家有关部门分别出台特定区域政策，以解决或缓解针对公司制基金非法人投资人的双重征税问题。财税〔2020〕63 号规定，“对示范区内公司型创业投资企业，转让持有 3 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例减半征收当年企业所得税；转让持有 5 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例免征当年企业所得税。”财税〔2021〕53 号也有类似优惠政策规定，“对上海市浦东新区特定区域内公司型创业投资企业，转让持有 3 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例减半征收当年企业所得税；转让持有 5 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例免征当年企业所得税。”

5、合规申报

基金募集环节主要涉及印花税的合规申报。基金需就营业账簿记载的实收资本（股本）和资本公积合计金额缴纳 0.025%的印花税。

根据《印花税法》第五条：“印花税的计税依据如下：（三）应税营业账簿的计税依据，为账簿记载的实收资本（股本）、资本公积合计金额”。关于纳税义务发生时间，依据《印花税法》第十五条：“印花税的纳税义务发生时间为纳税人书立应税凭证或者完成证券交易的当日”。第十六条：“印花税按季、按年或者按次计征。”

（二）投资阶段税务问题

在投资阶段，税务问题的妥善处理对投资决策和投资效益具有重大影响。一方面，如尽职调查不充分，历史税务风险在投资后触发可能导致投资标的价值下降，严重的情况下投资标的及相关责任人或需承担法律责任。另一方面，需合理估计未来运营期间税负水平，这将直接关系到投资后的运营成本与收益。合理的税务规划与风险防控能够提升投资回报率并保障投资安全，因此关注投资阶段的税务问题至关重要。

1、税务尽职调查

基金和投资人通常希望通过税务尽职调查尽可能识别投资标的历史税务风险。同时，基金及投资人也需关注标的公司未来期间的税负水平以及目前享受的税收优惠的可持续性。

（1）识别目标公司历史期间潜在税务风险并考虑应对方式

税务尽职调查应尽可能挖掘交易杀手，如严重税务违法违规、金额重大或高风险税

务问题、未决重大税务争议等可能使交易终止的重大隐患。对于影响较小的税务风险问题，需对风险金额进行量化，了解发生问题的原因，分门别类采取合适方式进行妥善应对。

除了已发生的税务风险，税务尽职调查还应关注那些因已经发生的经营行为而导致的未来纳税义务或税务风险，如已购入的存货可能因发票缺失而无法在未来使用或处置时扣除成本。

对于已识别出一定税务问题的拟投资项目，如商业上认为投资仍可行，可考虑在商业谈判中提出合理交易条件，要求目标公司在一定期限内采取措施妥善解决，如主动补缴税款、获取缺失的发票、解决税务争议等等；也可通过对价调整或设置保障性条款预留风险准备或获得风险补偿，如调减交易对价、扣留交易尾款、设置赔偿或担保义务等。

(2) 评估目标公司未来运营期间的税负水平和优化空间

如目标公司存在税务风险的业务将持续开展，投资后仍保持原有的不当税务处理将导致税务风险在收购后持续发生并累积。例如，目标公司如存在不合理的关联交易安排，如收购后不改变该关联交易安排，将持续产生特别纳税调整补税风险。对于此类问题，建议在交易协议中明确整改措施及责任归属，如约定由出让方承担因该业务无法及时终止或有效整改带来的风险，以控制投资后的税务风险给基金回报带来不利影响。

税务尽职调查有助于发现税务风险产生的原因及改善空间。对于存在管理缺陷的拟投资企业，基金管理人需要关注未来改善税务管理、提升税务合规性的可行性及措施。例如，目标公司是否建立规范的税务申报流程和设置合理的税务管理架构。

拟投资企业的税收属性及税务优惠的可持续性也是需要重点关注的事项。相关问题将影响到拟投资企业未来税负水平及估值，并对基金的投资回报产生影响。对于计划在投资后采取的业务和商业模式调整，也需要提前考虑对未来税负水平及投资回报带来的影响。这类事项包括但不限于：

- 税务优惠可能因政策到期、业务模式改变、收入支出的比例变化等原因丧失。例如，维持高新技术企业资质需满足一定的研发费用比例、高新技术收入比例及科技属性等条件，如投资后期间可能无法满足，将无法继续享受高新技术企业的税务优惠。小型微利企业如获得投资后资产总额超过小微企业标准，则将不再适用相关所得税优惠。
- 税务亏损通常只能在五年（一般企业）或十年（高新技术企业）内用于弥补，如预计在期限内拟投资企业无法产生足够的盈利，则历史期间累积的税务亏损无法足额利用。

2、股权投资的投融资架构

基金进行股权投资，需考虑设置合理的股权架构。一方面需要考虑合规性和未来退出的灵活性，另一方面需关注不同的持股架构在税务方面的差异，提前做好合理规划。例如，设立多层级的控股公司，在处置被投资企业股权时可能提供更多的灵活性，但在持有期间，控股公司如仅有免税股息收入，其发生的合理费用支出在税前并无应税收入可实际抵扣，不能实现费用支出的税盾效应。

基金投资还需考虑合理安排财务结构。在重资产项目的投资中，股东可以通过合理的股东借款安排，在被投资企业产生可供分配利润之前，将项目经营期产生的现金流通过还本付息的方式实现一定的投资回收。

在税务上，被投资企业利息支出如符合如下相关条件，可以在所得税前扣除。

根据《财政部 国家税务总局关于企业关联方利息支出税前扣除标准有关税收政策问题的通知》（财税〔2008〕121号），在计算应纳税所得额时，被投资企业实际支付给关联方的利息支出，不超过以下规定比例和税法及其实施条例有关规定计算的部分，准予扣除，超过的部分不得在发生当期和以后年度扣除。企业实际支付给关联方的利息支出，除符合本通知第二条规定外，其接受关联方债权性投资与其权益性投资比例为：

（一）金融企业，为 5：1；（二）其他企业，为 2：1。

被投资企业如果能够按照税法及其实施条例的有关规定提供相关资料，并证明相关交易活动符合独立交易原则的；或者该企业的实际税负不高于境内关联方的，其实际支付给境内关联方的利息支出，在计算应纳税所得额时准予扣除。根据《国家税务总局关于印发〈特别纳税调整实施办法（试行）〉的通知》（国税发〔2009〕2号），企业关联债资比例超过标准比例的利息支出，如要在计算应纳税所得额时扣除，还应准备、保存、并按税务机关要求提供同期资料，证明关联债权投资金额、利率、期限、融资条件以及债资比例等均符合独立交易原则。

对于基金向被投资企业借款的利率水平，应关注如下法规的相关规定。根据《国家税务总局关于企业所得税若干问题的公告》（国家税务总局公告 2011 年第 34 号）第一条：“根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第三十八条规定，非金融企业向非金融企业借款的利息支出，不超过按照金融企业同期同类贷款利率计算的数额的部分，准予税前扣除。鉴于目前我国对金融企业利率要求的具体情况，企业在按照合同要求首次支付利息并进行税前扣除时，应提供‘金融企业的同期同类贷款利率情况说明’，以证明其利息支出的合理性。‘金融企业的同期同类贷款利率情况说明’中，应包括在签订该借款合同当时，本省任何一家金融企业提供同期同类贷款利率情况。该金融企业应为经政府有关部门批准成立的可以从事贷款业务的企业，包括银行、财务公司、信托公司等金融机构。‘同期同类贷款利率’是指在贷款期限、贷款金额、贷款担保以及企业信誉等条件基本相同下，金融企业提供贷款的利率。既可以是金融企业公布的同期同类平均利率，也可以是金融企业对某些企业提供的实际贷款利率。”

综上，对于基金向被投资企业发放的股东借款，借款金额不超过关联方权益性投资 2 倍的部分，被投资企业向基金实际支付的不超过按照金融企业同期同类贷款利率以及独立交易原则计算的利息金额可以扣除。

基金在安排股东借款时，应关注借款规模及借款利率，以免被投资企业支付的股东借款利息支出无法在税前扣除，增加被投资企业的所得税税负。

股权投资和债权投资在税务上的差异如表 3-6 所示：

表 3-6 股权投资和债权投资税务差异概览

项目	股权投资	债权投资
被投资企业	- 按照实收资本（股本）及资本公积合计金额的 0.025% 缴纳印花税 - 股息分配不得税前扣除	- 利息支出如满足相关条件可在企业所得税前扣除 - 利息支出不得抵扣增值税进项税
基金	- 如通过股权收购进行投资，需就股权转让书据价款缴纳 0.05% 的印花税 - 公司制基金获得被投资企业股息分配有机会享受免税政策。合伙制基金及契约制基金投资人按各自身份缴纳所得税	- 非金融机构借款无需缴纳印花税 - 公司制基金、合伙制基金及契约制基金投资人需就应税所得缴纳所得税 - 基金取得利息收入需缴纳增值税

需要注意的是，在多层控股架构下，税务上通常建议避免由基金向仅有免税股息收入的控股公司发放股东借款，否则可能造成利息支出无法实现税盾效应的问题。

3、投资阶段基金的合规税务申报

如基金收购拟投资企业自然人股东或境外股东持有的股权，通常需承担为个人股东或境外股东代扣代缴所得税的义务。如拟投资企业的转让方为境内企业，其应自行履行企业所得税申报义务，无需收购方为其扣缴税款。

- 转让方为自然人的，根据《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》（国家税务总局公告 2014 年第 67 号）第四条：“个人转让股权，以股权转让收入减除股权原值和合理费用后的余额为应纳税所得额，按“财产转让所得”缴纳个人所得税。合理费用是指股权转让时按照规定支付的有关税费。”，以及第五条：“个人股权转让所得个人所得税，以股权转让方为纳税人，以受让方为扣缴义务人。”，收购方应按“财产转让所得”为个人股东代扣代缴个人所得税。对于转让方为外籍自然人的情况，如符合其所在国（地区）与中国签订税收协定（安排）规定的条件，有可能享受财产收益条款下的协定（安排）待遇。

- 转让方为境外企业的，根据《企业所得税法》及其实施条例的规定，如非居民

企业在中国境内未设立机构、场所的，或者虽设立机构、场所但取得的所得与其所设机构、场所没有实际联系的，应当就其来源于中国境内的所得缴纳 10%的企业所得税。同时对符合税收协定(安排)待遇取得股权转让所得，可按照税收协定(安排)的规定执行。

《企业所得税法》第三十七条规定，对非居民企业取得企业所得税法第三条第三款规定的所得应缴纳的所得税，实行源泉扣缴，以支付人为扣缴义务人。

此外，收购方还需关注印花税的合规申报缴纳。依据《印花税法》第二条：“本法所称应税凭证，是指本法所附《印花税法税目税率表》列明的合同、产权转移书据和营业账簿。”，收购方需就与转让方签署的股权转让协议申报缴纳印花税。

如通过向目标公司现金增资的方式投资被投资企业，投资环节在基金层面不涉及纳税申报。

4、股权转让协议

在与交易对手协商并签署股权转让协议时，应关注如下税务问题的安排并妥善设置相关条款，以免未来对基金投资带来隐患或纠纷。

• 与税务尽职调查发现的税务风险和涉税问题的处理

应通过合理约定交易条件、保障性条款的方式，妥善处理税务尽职调查发现的税务风险和涉税问题。此类条款包括税务保证、对价调整及价款支付分期、交割先决条件、税务风险担保和赔偿等。具体可参见上述相关介绍。

• 与交易安排相关的税务问题的处理

需充分考虑与收益分配、亏损承担、对价调整、对赌、违约金支付等可能涉及复杂税务处理或税务不确定性的事项对各方的税务影响，明确税费承担，落实合理税务策划，并对存在的不确定性问题的处理进行合理安排。

• 税务申报安排与涉税资料交割

应明确各方应承担的纳税申报责任及各方的必要配合义务及违约责任。例如，如涉及基金方面的扣缴义务（如转让方股东为自然人或非居民企业），应明确是否由其扣缴或由出让方自行申报。如由基金方面代扣代缴，转让方需承担提供必要资料等的配合义务。如由出让方自行申报，应约定因未申报或未及时申报造成扣缴人承担责任风险的赔偿机制。

由于在具体交易中，税款的计算可能较为复杂，需与税务机关沟通确认且结果存在一定不确定性。为此，对于可能在这方面争议的项目，需约定双方达成一致的方式、出现不同意见时如何解决的机制，以及如产生税款滞纳金、少缴及处罚的情况如何进行责任承担等。

此外，建议关注双方移交与目标公司相关的税务资料的安排，如需交接的资料范围与清单、交接时间、交接流程等。需交接的涉税资料通常应包含但不限于纳税申报表及备案表、税务计算底稿、第三方税务报告、缴税凭证、发票及其他凭证、电子税务局账号密码、业务合同及财务资料等。需要注意的是，就特定的税务事项，相关的支撑性证据资料和留存备查资料应一并交接，以便就未来的相关业务进行税务处理以及应对未来税务检查。例如，涉及研发加计扣除的企业需交接辅助账、研发项目留存备查文档等；涉及历史重组业务的企业有可能还需交接前次重组交易中对手方的必要资料和信息。具体的资料清单需根据具体企业的具体情况拟定。

二、投后税务管理要点

（一）持有阶段的税务处理

本章节将区分合伙制、公司制和契约制三种基金形式，分别介绍各基金主体（投资人、基金和管理人）在基金持有阶段的税务处理和关注事项。

1、合伙制基金

（1）合伙制基金层面：主要涉及基金从被投资企业取得股息、分红及股东借款利息收入

1) 所得税

• “先分后税”原则

依据《合伙企业法》第六条：“合伙企业的生产经营所得和其他所得，按照国家有关税收规定，由合伙人分别缴纳所得税。”，财税〔2008〕159号第二条：“合伙企业以每一个合伙人为纳税义务人。合伙企业合伙人是自然人的，缴纳个人所得税；合伙人是法人和其他组织的，缴纳企业所得税。”以及第三条：“合伙企业生产经营所得和其他所得采取“先分后税”的原则。具体应纳税所得额的计算按照财税〔2000〕91号及《财政部 国家税务总局关于调整个体工商户个人独资企业和合伙企业个人所得税税前扣除标准有关问题的通知》（财税〔2008〕65号）的有关规定执行。前款所称生产经营所得和其他所得，包括合伙企业分配给所有合伙人的所得和企业当年留存的所得（利润）”，合伙企业从被投资企业取得的股息、利息等收益以及其他收入，减除可税前扣除的成本、费用以及损失后的余额，计算出应纳税所得额，但并不以基金自身为所得税纳税人，而是以每一个合伙人作为纳税义务人。

财税〔2000〕91号对基金层面计算出的应纳税所得额应如何在不同投资人之间进行分配也做出了规定：“合伙企业的投资者按照合伙企业的全部生产经营所得和合伙协议约定的分配比例确定应纳税所得额，合伙协议没有约定分配比例的，以全部生产经营所

得和合伙人数量平均计算每个投资者的应纳税所得额。”实践中，合伙协议通常不会针对生产经营所得或应纳税所得额设计分配原则，而是就“可分配收入”的分配原则、先后顺序及附加收益提取门槛等进行约定。因此，在各合伙人层面计算各自的应纳税所得额时应如何计算分配，实操中存在较多争议。

• **应纳税所得额的计算**

实践中，应纳税所得额的计算主要参照财税〔2000〕91号、财税〔2008〕65号的有关规定。对于上述法规中缺乏明确规定的收入、成本、费用及损失项目的处理，实践中存在不确定性，建议具体咨询主管税务机关。

实践中，我们注意到越来越多的合伙制基金的有限合伙人要求基金管理人或普通合伙人提供上述应纳税所得额的计算。基金管理人或普通合伙人在进行上述计算时，需尽量做到准确合规，避免因向有限合伙人提供的税务数据存在差错而产生纠纷。除此之外，考虑到在应纳税所得计算方面存在的不确定性问题，对于非人为差错导致的税收争议问题如何解决，建议基金各方提前考虑并就争议解决机制进行约定。

就应纳税所得额计算的主要相关规定，见表 3-7 总结：

表 3-7 合伙企业应纳税所得额计算税务政策

项目	税务政策	法规文号	备注说明
收入总额	企业从事生产经营以及与生产经营有关的活动所取得的各项收入，包括商品(产品)销售收入、营运收入、劳务服务收入、工程价款收入、财产出租或转让收入、利息收入、其他业务收入和营业外收入。	财税〔2000〕91号	就股权基金而言，在持有和退出期间主要涉及股息红利收入、利息收入、股权转让收入等。
应纳税所得额	合伙企业的投资者按照合伙企业的全部生产经营所得和合伙协议约定的分配比例确定应纳税所得额，合伙协议没有约定分配比例的，以全部生产经营所得和合伙人数量平均计算每个投资者的应纳税所得额。 前款所称生产经营所得，包括企业分配给投资者个人的所得和企业当年留存的所得(利润)。	财税〔2000〕91号	
投资者工资及费用扣除	投资者的工资不得在税前扣除；费用扣除标准，由各省、自治区、直辖市地方税务局参照个人所得税法“工资、薪金所得”项目的费用扣	财税〔2000〕91号	目前投资者的费用扣除标准为每年6万元人民币（即每月5000元

项目	税务政策	法规文号	备注说明
	除标准确定。		人民币)。
合伙企业从业人员的工资支出	按标准在税前扣除。	财税〔2000〕91号	
投资者及其家庭发生的生活费用	不允许在税前扣除，投资者及其家庭发生的生活费用与企业生产经营费用混合在一起，并且难以划分的，全部视为投资者个人及其家庭发生的生活费用，不允许在税前扣除。	财税〔2000〕91号	
合伙企业生产经营和投资者及其家庭生活共用的固定资产	难以划分的，由主管税务机关根据企业的生产经营类型、规模等具体情况，核定准予在税前扣除的折旧费用的数额或比例。	财税〔2000〕91号	
工会经费、职工福利费、职工教育经费扣除	合伙企业实际发生的工会经费、职工福利费、职工教育经费分别在工资薪金总额2%、14%、2.5%的标准内据实扣除。	财税〔2008〕65号	
广告和业务宣传费扣除	合伙企业每一纳税年度发生的广告和业务宣传费不超过当年销售(营业)收入15%的部分，可据实扣除；超过部分，准予在以后纳税年度结转扣除	财税〔2008〕65号	
业务招待费扣除	每一纳税年度发生的与其生产经营业务直接相关的业务招待费支出，按照发生额的60%扣除，但最高不得超过当年销售(营业)收入的5%。	财税〔2008〕65号	
准备金扣除	企业计提的各种准备金不得扣除	财税〔2000〕91号	
亏损弥补	允许用本企业下一年度的生产经营所得弥补，下一年度所得不足弥补的，允许逐年延续弥补，但最长不得超过5年。投资者兴办两个或两个以上企业的，企业的年度经营亏损不能跨企业弥补。	财税〔2000〕91号	

对于股权基金，其持有的金融产品和投资发生公允价值变动、持有的按权益法核算的股权投资发生权益变动、发生投资损失、计提准备金或减值等也是日常经营中较为常

见的情景。这些项目在企业所得税法下有相对明确的处理规定。例如，对于持有的金融产品发生公允价值变动，《企业所得税法实施条例》第五十六条规定：“企业的各项资产，包括固定资产、生物资产、无形资产、长期待摊费用、投资资产、存货等，以历史成本为计税基础。前款所称历史成本，是指企业取得该项资产时实际发生的支出。企业持有各项资产期间资产增值或者减值，除国务院财政、税务主管部门规定可以确认损益外，不得调整该资产的计税基础。”，即企业所得税法下，金融产品在持有期间发生的公允价值变动不应计入当期的应纳税所得额。实践中，合伙企业能否参照企业所得税法的相关规定计算应纳税所得额存在不确定性，涉及到此类业务时建议具体向主管税务机关咨询确认。

2) 增值税

《增值税暂行条例》和财税〔2016〕36号附件一规定，在中华人民共和国境内销售货物或者加工、修理修配劳务，销售服务、无形资产、不动产以及进口货物的单位和个人，为增值税的纳税人。《增值税暂行条例》第四条规定，“除本条例第十一条规定外，纳税人销售货物、劳务、服务、无形资产、不动产（以下统称应税销售行为），应纳税额为当期销项税额抵扣当期进项税额后的余额。应纳税额计算公式：应纳税额=当期销项税额-当期进项税额。当期销项税额小于当期进项税额不足抵扣时，其不足部分可以结转下期继续抵扣。”第十一条规定，“小规模纳税人发生应税销售行为，实行按照销售额和征收率计算应纳税额的简易办法，并不得抵扣进项税额。应纳税额计算公式：应纳税额=销售额×征收率。”合伙企业作为增值税的纳税义务人，应根据上述法规并根据其从事的业务活动确定增值税纳税义务。

具体而言，如基金在持有金融产品/股权期间取得投资收益，需视投资收益是否构成保本收益、固定利润或保底利润而确定基金的增值税纳税义务。财税〔2016〕36号附件一附注规定，“贷款，是指将资金贷与他人使用而取得利息收入的业务活动。各种占用、拆借资金取得的收入，包括金融商品持有期间（含到期）利息（保本收益、报酬、资金占用费、补偿金等）收入、信用卡透支利息收入、买入返售金融商品利息收入、融资融券收取的利息收入，以及融资性售后回租、押汇、罚息、票据贴现、转贷等业务取得的利息及利息性质的收入，按照贷款服务缴纳增值税。以货币资金投资收取的固定利润或者保底利润，按照贷款服务缴纳增值税。”财税〔2016〕140号进一步解释，“《销售服务、无形资产、不动产注释》（财税〔2016〕36号）第一条第（五）项第1点所称“保本收益、报酬、资金占用费、补偿金”，是指合同中明确承诺到期本金可全部收回的投资收益。金融商品持有期间（含到期）取得的非保本的上述收益，不属于利息或利息性质的收入，不征收增值税。”因此，对于持有金融产品/股权期间所取得的投资收益，应根据投资协议条款进行分析判断。如根据投资协议条款其性质不构成保本收益、固定利润或保底利润，则不涉及增值税纳税义务；如根据投资协议条款其性质构成保本

收益、固定利润或保底利润，则需按贷款服务缴纳增值税，适用税率为6%（一般纳税人），或征收率3%（小规模纳税人）。

如涉及金融商品转让，如转让上市公司股票⁶⁰、债券等，需按照财税〔2016〕36号规定的税率和计税方法计算缴纳增值税。财税〔2016〕36号附件一附注规定，“金融商品转让，是指转让外汇、有价证券、非货物期货和其他金融商品所有权的业务活动。其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让。金融商品转让，按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额。转让金融商品出现的正负差，按盈亏相抵后的余额为销售额。若相抵后出现负差，可结转下一纳税期与下期转让金融商品销售额相抵，但年末时仍出现负差的，不得转入下一个会计年度。金融商品的买入价，可以选择按照加权平均法或者移动加权平均法进行核算，选择后36个月内不得变更。金融商品转让，不得开具增值税专用发票。”对于合伙制基金取得的金融商品转让收益，需按金融商品转让缴纳增值税，适用税率为6%（一般纳税人），或征收率3%（小规模纳税人）。

合伙制基金如涉及从事货物销售、服务提供等其他应税行为，也需相应缴纳增值税。

（2）投资人：主要涉及从基金取得分配收益

1) 所得税

对法人投资人而言，《企业所得税法》第六条规定，“企业以货币形式和非货币形式从各种来源取得的收入，为收入总额。”，因此，法人合伙人从基金取得的收入，应并入应纳税所得额计算缴纳企业所得税。需关注法人合伙人持有合伙制基金期间取得股息、红利收入的所得税处理。根据《企业所得税法实施条例》第八十三条规定，“企业所得税法第二十六条第（二）项所称符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益，是指居民企业直接投资于其他居民企业取得的投资收益。”通常认为，法人合伙人通过合伙制基金投资，不属于直接投资，因此不能适用居民企业之间分红免税的政策。

对自然人投资人而言，财税〔2000〕91号第四条规定，“个人独资企业和合伙企业（以下简称企业）每一纳税年度的收入总额减除成本、费用以及损失后的余额，作为投资者个人的生产经营所得，比照个人所得税法的“个体工商户的生产经营所得”应税项目，适用5%-35%的超额累进税率，计算征收个人所得税。对于基金从被投资企业取得利息或股息后，再分配给个人合伙人的情况，依据国税函〔2001〕84号的规定：“个人独资企业和合伙企业对外投资分回的利息或者股息、红利，不并入企业的收入，而应单独作为投资者个人取得的利息、股利、红利所得，按“利息、股息、红利”所得，按“利息、股利、红利所得”应税项目计算缴纳个人所得税。”根据《个人所得税法》，利息、

⁶⁰ 此处提示，对于转让上市公司股权，还涉及印花税影响。《印花税法》第三条规定，“本法所称证券交易，是指转让在依法设立的证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的股票和以股票为基础的存托凭证。证券交易印花税对证券交易的出让方征收，不对受让方征收。”具体而言，证券交易的计税依据，为成交金额，税率为成交金额的千分之一。

股息、红利所得，适用比例税率，税率为 20%。

基金层面计算出的应纳税所得额，应如何在不同投资人之间进行分配？根据财税〔2000〕91 号第五条，“合伙企业的投资者按照合伙企业的全部生产经营所得和合伙协议约定的分配比例确定应纳税所得额，合伙协议没有约定分配比例的，以全部生产经营所得和合伙人数量平均计算每个投资者的应纳税所得额。”然而，鉴于目前实践中合伙协议中并非针对生产经营所得或应纳税所得额设计分配原则，在各合伙人层面应遵循什么分配比例计算应归属于其的应纳税所得额，实操中存在较多争议，不同合伙人及其主管税务机关之间可能就具体分配方法存在不同看法。

《关于延续实施创业投资企业个人合伙人所得税政策的公告》（财政部 税务总局 国家发展改革委 中国证监会公告 2023 年第 24 号）就满足单一投资基金核算要求的合伙制创业投资企业（基金）的自然人合伙人的纳税义务进行了特殊规定。对从该基金分得的股权转让所得和股息红利所得，自然人合伙人均可按照 20% 税率计算缴纳个人所得税。合伙制创业投资企业（基金）税务处理的相关介绍详见本节“私募创投基金特殊关注事项”相关介绍。

对合伙企业投资人而言，由于在合伙企业层面无需缴纳所得税，是否应由其上层投资人继续按照“先分后税”原则计算缴纳所得税？此类多层合伙企业嵌套安排下的税务处理问题，在实操层面存在诸多争议。相关介绍具体详见本节第五部分“母基金特殊关注事项”。

2) 增值税

投资人需根据合伙协议中的分配条款判断其从合伙制基金中取得投资收益是否构成保本收益、固定利润或保底利润，从而确定增值税纳税义务。需要提示的是，即便合伙协议中并未明确承诺本金可全部收回，或并未明确承诺固定利润或保底利润，但如根据协议各项条款综合分析，实际上提供了本金或利润的保障，仍存在被税务机关认为实质上构成保本收益、固定利润或保底利润的风险。

如投资人从基金中取得的投资收益不构成保本收益、固定利润或保底利润，则不涉及增值税纳税义务。如投资人从基金中取得的投资收益性质构成保本收益、固定利润或保底利润，则投资人需按贷款服务缴纳增值税，适用税率为 6%（一般纳税人），或征收率 3%（小规模纳税人）。

(3) 基金管理人：主要涉及从基金取得管理费、附加收益、咨询费等收入

1) 所得税

对法人基金管理人而言，依据《企业所得税法》第六条，法人基金管理人需就其基金管理收入、咨询收入等全部并入应纳税所得额计算缴纳企业所得税。对于附加收益（Carried Interest）则存在一定不确定性：如被认定为服务收入，法人基金管理人应

将其并入应纳税所得额按 25% 税率缴纳企业所得税；如被认定为投资收益，一般情况下也需就应纳税所得额按 25% 税率缴纳企业所得税，但如满足一定条件，来自公司制基金的股息红利有机会享受分红免税政策。

对合伙制基金管理人而言，根据《合伙企业法》以及财税〔2008〕159 号等有关规定，合伙制基金层面不缴纳所得税，由其合伙人按照“先分后税”原则缴纳所得税。具体而言，对于基金管理收入、咨询收入等，个人合伙人按“经营所得”缴纳 5% - 35% 的个人所得税；法人合伙人就其应纳税所得额缴纳 25% 的企业所得税。对于附加收益（Carried Interest），个人合伙人，如被认定其分得的所得属于管理人分回的利息、股息、红利则按 20% 缴纳个人所得税；否则应按“经营所得”缴纳 5% - 35% 的个人所得税；法人合伙人就其应纳税所得额缴纳 25% 的企业所得税。

2) 增值税

依据财税〔2016〕36 号附件一附注的相关规定，基金管理人应就其取得基金管理收入、咨询费等收入适用 6% 的增值税税率（一般纳税人）或 3% 的征收率（小规模纳税人）缴纳增值税。对于附加收益（Carried Interest），目前税务法规并无明确规定，是否需缴纳增值税实操中存在不确定性。若被认为属于管理费性质，则需缴纳增值税；若被认为属于非保本投资收益，则无需缴纳增值税。由于管理人的附加收益是否需要缴纳增值税在实践中存在不同的观点，管理人应与主管税务机关咨询确认征管口径。

2、公司制基金

（1）公司制基金层面：主要涉及基金从被投资企业取得股息、分红收入及股东借款利息收入

1) 企业所得税

《企业所得税法》第五条规定，“企业每一纳税年度的收入总额，减除不征税收入、免税收入、各项扣除以及允许弥补的以前年度亏损后的余额，为应纳税所得额。”以及第六条规定，“企业以货币形式和非货币形式从各种来源取得的收入，为收入总额。”，因此，公司制基金应就其取从各种来源取得的收入，减除不征税收入、免税收入、各项扣除以及允许弥补的以前年度亏损后的余额计算缴纳企业所得税。此外，根据《企业所得税法实施条例》第八十三条，“企业所得税法第二十六条第（二）项所称符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益，是指居民企业直接投资于其他居民企业取得的投资收益。企业所得税法第二十六条第（二）项和第（三）项所称股息、红利等权益性投资收益，不包括连续持有居民企业公开发行并上市流通的股票不足 12 个月取得的投资收益。”公司制基金可就取得符合上述条件的居民企业股息红利享受免税政策。需要提示的是，通常认为，上述“直接投资”于其他居民企业不包含通过合伙制企业间接投资居民企业的情况。

此外，公司制基金可能涉及混合型投资，即兼具权益和债权的双重特性。取得的收益需判断是属于股息还是利息收入，从而进行不同的税务处理。如上文所述，取得被投资企业股息分红有机会享受居民企业之间分红免税的政策，否则应将从各种来源取得的收入作为收入总额。实务中，混合型投资的条款设置通常较为复杂，且业务形式多样常新，在判断持有混合型投资所取得收益的性质常存在争议，建议具体向主管税务机关咨询确认。

2) 增值税

公司制基金的增值税处理与合伙制基金的增值税处理相同，具体内容请参考合伙制基金下合伙制基金层面的增值税分析。

(2) 投资人：主要涉及从基金取得股息、红利所得

1) 所得税

对法人投资人而言，根据《企业所得税法》，其应就从基金取得的收入，并入应纳税所得额计算缴纳企业所得税。与合伙制基金下的法人投资人企业所得税影响所不同的是，在满足一定条件下，公司制基金下的法人投资人可就从公司制基金取得的股息红利享受免税政策。

对自然人投资人而言，《个人所得税法》第三条规定，“个人所得税的税率：（三）利息、股息、红利所得，财产租赁所得，财产转让所得和偶然所得，适用比例税率，税率为百分之二十。”因此，自然人投资人应就其从基金取得的股息红利收入，按利息、股息、红利所得，适用 20% 税率计算缴纳个人所得税。

为鼓励公司制创业投资企业的发展，北京中关村和上海市浦东新区分别对其示范区内企业试行优惠政策，公司制创业投资企业的自然人投资者的重复征税问题得到一定缓解。北京中关村和上海市浦东新区的优惠政策详见本节“私募创投基金特殊关注事项”中相关介绍。

对合伙企业投资人而言，因合伙企业的“先分后税”原则，合伙企业从公司制基金所取得的分配收益，将不以合伙企业自身为所得税纳税人，而是以每一个合伙人作为纳税义务人。

2) 增值税

一般情况下，投资人从非上市公司制基金取得的股息、红利所得，并非增值税应税收入。但在具体投资业务中，仍应根据投资协议中的分配条款判断其从公司制基金中取得投资收益是否构成保本收益、固定利润或保底利润。如投资人从基金中取得的投资收益性质构成保本收益、固定利润或保底利润，则投资人需按贷款服务缴纳增值税，适用税率为 6%（一般纳税人），或征收率 3%（小规模纳税人）。

(3) 基金管理人：主要涉及从基金取得管理费、附加收益、咨询费等收入

公司制基金的基金管理人企业所得税和增值税处理与合伙制基金的基金管理人涉税处理类似，具体内容请参考合伙制基金下基金管理人涉税分析。

3、契约制基金

(1) 契约制基金层面：主要涉及基金从被投资企业取得股息、分红收入及股东借款利息收入

1) 所得税

现行税收法规并未对契约制基金是否应作为所得税纳税主体或扣缴主体进行明确。就资管产品的所得税处理，目前仅《财政部、国家税务总局关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》（财税〔2006〕第5号）针对信贷资产证券化结构中特定目的信托进行了明确规定，即“对信托项目收益在取得当年向资产支持证券的机构投资者分配的部分，在信托环节暂不征收企业所得税；在取得当年未向机构投资者分配的部分，在信托环节由受托机构按企业所得税的政策规定申报缴纳企业所得税；对在信托环节已经完税的信托项目收益，再分配给机构投资者时，对机构投资者按现行有关取得税后收益的企业所得税政策规定处理”。

实践中通常不在基金层面征收所得税，而是由投资人就其获得的分配收益缴纳所得税。

2) 增值税

财税〔2017〕56号第一条规定，“资管产品管理人（以下称管理人）运营资管产品过程中发生的增值税应税行为（以下称资管产品运营业务），暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税。资管产品管理人，包括银行、信托公司、公募基金管理公司及其子公司、证券公司及其子公司、期货公司及其子公司、私募基金管理人、保险资产管理公司、专业保险资产管理机构、养老保险公司。资管产品，包括银行理财产品、资金信托（包括集合资金信托、单一资金信托）、财产权信托、公开募集证券投资基金、特定客户资产管理计划、集合资产管理计划、定向资产管理计划、私募投资基金、债权投资计划、股权投资计划、股债结合型投资计划、资产支持计划、组合类保险资产管理产品、养老保障管理产品。财政部和税务总局规定的其他资管产品管理人及资管产品。”财税〔2016〕140号第四条规定，“资管产品运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人为增值税纳税人。”

契约制基金运营过程中如取得保本收益（如利息收入）或金融商品转让收益，则应按照前述规定，适用简易计税方法，按照3%的征收率由契约制基金管理人缴纳增值税。如取得非保本投资收益，则无需缴纳增值税。如前所述，关于保本收益和非保本收益的

判定，通常需根据具体业务情况及合同条款分析进行判断。

(2) 投资人：主要涉及从基金取得分配收益

• 所得税

对法人投资人而言，若契约型基金没有就取得的投资收益缴纳过企业所得税，法人投资者分到的投资收益应按照权责发生制确认应税收入，按现行企业所得税的政策规定计算缴纳企业所得税。

对自然人投资人而言，现行税收法规并未明确契约制基金管理人的代扣代缴义务。实践中往往由投资人就从契约型基金取得的所得自行申报缴纳所得税。

对合伙企业投资人而言，因合伙企业的“先分后税”原则，合伙企业从契约制基金所取得的分配收益，将不以合伙企业自身为所得税纳税人，而是以每一个合伙人作为纳税义务人。

(3) 基金管理人：主要涉及从基金取得管理费、附加收益、咨询费等收入

契约制基金的基金管理人企业所得税和增值税处理与合伙制基金的基金管理人涉税处理类似，具体内容请参考合伙制基金下基金管理人涉税分析。

(二) 退出阶段的税务处理

本章节将区分从基金层面退出和从基金被投资企业层面退出两种方式介绍基金退出阶段的税务处理。

1、在基金层面的退出较为常见的方式为投资者向第三方转让基金份额、投资者赎回基金份额或减资、基金清算（现金清算）、实物分配等

(1) 情形 1：投资者向第三方转让基金份额

1) 所得税

对于**法人投资人**转让基金份额，根据《企业所得税法》的规定，应就转让收入扣除持有基金份额计税基础后的余额确认应纳税所得额，按规定缴纳 25%的企业所得税。

对于**个人投资人**转让基金份额，根据《个人所得税法》的规定，应以转让收入减除财产原值和合理费用后的余额，为应纳税所得额，按照财产转让所得缴纳 20%的个人所得税。

对于**合伙企业投资人**转让基金份额，因合伙企业的“先分后税”原则，合伙企业需将转让基金份额取得的收入纳入合伙企业的生产经营所得，扣除成本、费用等扣除项目后计算应纳税所得额并分配至合伙人层面缴纳所得税。

实践中，对于投资人转让合伙制基金份额，此前因“先分后税”原则已由投资人纳税的留存收益能否在基金份额转让中作为计税基础进行扣除，法规并未明确，建议向主管税务机关具体咨询确认。

2) 增值税

对于**法人投资人和合伙制投资人**转让基金份额的增值税影响，应根据转让的基金类型进行具体判断。根据财税〔2016〕36号附件一附注规定，“金融商品转让，是指转让外汇、有价证券、非货物期货和其他金融商品所有权的业务活动。其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让。金融商品转让，按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额。”上述法规未写明“基金”的形式。通常认为，转让契约制基金属于金融商品转让行为，法人投资人/合伙制投资人应按照卖出价扣除买入价的余额为销售额，按6%（一般纳税人）/3%（小规模纳税人）的税率缴纳增值税。合伙制基金份额的转让是否涉及缴纳增值税在税务实践中存在不同看法。转让未上市公司制基金的股权，不涉及增值税。

对于**个人投资人**转让基金份额的增值税影响，通常无需根据转让的基金类型进行具体判断。《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》（财税〔2016〕36号附件三）第一条规定，“下列项目免征增值税：个人从事金融商品转让业务。”即通常情况下，对于个人投资者而言，无论转让的基金份额属于何种基金类型，均不涉及缴纳增值税。

3) 印花税

对于投资人转让基金份额的印花税影响，应根据转让的基金类型进行具体判断。根据《印花税法》：“在中华人民共和国境内书立应税凭证、进行证券交易的单位和个人，为印花税的纳税人，应当依照本法规定缴纳印花税。本法所称应税凭证，是指本法所附《印花税法税目税率表》列明的合同、产权转移书据和营业账簿。”投资人向第三方转让公司制基金份额需按产权转移书据计算缴纳0.05%的印花税。一般情况下，投资人向第三方转让合伙制基金或契约制基金份额通常无需缴纳印花税，但仍建议在具体交易前与主管税务机关确认相关处理。

(2) 情形 2：投资者赎回基金份额或减资

1) 所得税

对于**法人投资人**赎回公司制基金份额或减资，应根据国家税务总局公告2011年第34号的规定进行处理：“投资企业从被投资企业撤回或减少投资，其取得的资产中，相当于初始出资的部分，应确认为投资收回；相当于被投资企业累计未分配利润和累计盈余公积按减少实收资本比例计算的部分，应确认为股息所得；其余部分确认为投资资产转让所得。被投资企业发生的经营亏损，由被投资企业按规定结转弥补；投资企业不得调整减低其投资成本，也不得将其确认为投资损失”。其中，对于股息所得如可符合居

民企业之间的股息、红利等权益性投资作为免税收入的条件，仍可享受免税优惠。对于**法人投资人赎回合伙制/契约制基金份额或减资**的具体处理，目前暂无明确规定。

对于**个人投资人**赎回基金份额或减资的税务处理，存在不同看法。如认为适用《国家税务总局关于个人终止投资经营收回款项征收个人所得税问题的公告》（国家税务总局公告 2011 年第 41 号）的规定，则应计算财产转让所得缴纳 20% 的个人所得税。国家税务总局公告 2011 年第 41 号规定：“个人因各种原因终止投资、联营、经营合作等行为，从被投资企业或合作项目、被投资企业的其他投资者以及合作项目的经营合作人取得股权转让收入、违约金、补偿金、赔偿金及以其他名目收回的款项等，均属于个人所得税应税收入，应按照“财产转让所得”项目适用的规定计算缴纳个人所得税。应纳税所得额的计算公式如下：应纳税所得额=个人取得的股权转让收入、违约金、补偿金、赔偿金及以其他名目收回款项合计数-原实际出资额（投入额）及相关税费。”

对于**合伙企业投资人**赎回基金份额或减资，需根据先分后税原则在合伙人层面进行税务处理。合伙人层面是否比照上述法人投资人或个人投资人进行税务处理目前没有明确规定。

2) 增值税

投资者从公司制基金或合伙制基金中减资退出，通常不涉及增值税。投资者赎回契约制基金份额是否应按照金融商品转让缴纳增值税，实务中存在争议，建议与主管税务机关充分沟通确认。

(3) 情形 3：基金清算（现金清算）

基金清算主要涉及所得税的处理。本部分将按基金的不同类型展开分析。

1) 公司制基金

基金层面，应参考《关于企业清算业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕60 号）的相关规定进行处理。财税〔2009〕60 号规定，“企业的全部资产可变现价值或交易价格，减除资产的计税基础、清算费用、相关税费，加上债务清偿损益等后的余额，为清算所得。企业应将整个清算期作为一个独立的纳税年度计算清算所得。”

投资人层面，财税〔2009〕60 号也进行了具体的规定：“企业全部资产的可变现价值或交易价格减除清算费用，职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，结清清算所得税、以前年度欠税等税款，清偿企业债务，按规定计算可以向所有者分配的剩余资产。被清算企业的股东分得的剩余资产的金额，其中相当于被清算企业累计未分配利润和累计盈余公积中按该股东所占股份比例计算的部分，应确认为股息所得；剩余资产减除股息所得后的余额，超过或低于股东投资成本的部分，应确认为股东的投资转让所得或损失。被清算企业的股东从被清算企业分得的资产应按可变现价值或实际交易价格确定计税基础。”针对不同类型投资人具体处理如下：

对于**法人投资人**，股息所得如符合居民企业之间分红免税政策的条件，可享受免税；对于投资转让损失，则应根据《企业资产损失所得税税前扣除管理办法》（国家税务总局公告 2011 年第 25 号）的具体规定进行扣除。

对于**个人投资人**，股息所得部分根据《个人所得税法》的规定，按照利息、股息、红利所得缴纳 20% 的个人所得税；转让所得部分，应以转让收入减除财产原值和合理费用后的余额，为应纳税所得额，按照财产转让所得缴纳 20% 的个人所得税。

对于**合伙企业投资人**，需按照“先分后税”原则在合伙人层面进行税务处理。

2) 合伙制基金

基金层面，合伙企业自身不缴纳所得税，而是由各合伙人按照“先分后税”原则进行税务处理。

财税〔2000〕91 号第十六条对清算所得及个人所得税处理进行了规定，“企业进行清算时，投资者应当在注销工商登记之前，向主管税务机关结清有关税务事宜。企业的清算所得应当视为年度生产经营所得，由投资者依法缴纳个人所得税。前款所称清算所得，是指企业清算时的全部资产或者财产的公允价值扣除各项清算费用、损失、负债、以前年度留存的利润后，超过实缴资本的部分。”

投资人层面，对于**法人投资人**，其按照先分后税原则从合伙制基金清算所得中分得的应纳税所得额应缴纳企业所得税。需要注意的是，根据财税〔2008〕159 号，法人合伙人在计算其缴纳企业所得税时，不得用合伙企业的亏损抵减自身盈利。对于合伙制基金清算出现清算损失的情况，法人投资人如何进行损失扣除，实务中可能存在争议。

对于**个人投资人**，其按照先分后税原则从合伙制基金清算所得中分的收益应适用何种项目缴纳个人所得税存在一定争议。按照财税〔2000〕91 号，企业的清算所得应当视为年度生产经营所得，由投资者依法缴纳个人所得税。而按照国家税务总局公告 2011 年第 41 号规定，个人因各种原因终止投资，从被投资企业取得收回的款项应按照“财产转让所得”项目缴纳个人所得税。实务中，建议与主管税务机关充分沟通确认。

对于**合伙企业投资人**，需按照“先分后税”原则在合伙人层面进行税务处理。对于合伙企业嵌套相关问题的阐述见本节“母基金特殊关注事项”相关介绍。

3) 契约制基金

基金层面，实践中通常认为契约制基金不属于所得税纳税义务人，因此契约制基金自身不缴纳所得税。

目前法规对于契约制基金清算投资人层面的税务处理并无专门规定。实务中，如参照公司制及合伙制基金清算相关规定，对于**法人投资人**，取得契约制基金清算分配的收入超出原始投资成本的部分，应并入应纳税所得额计算缴纳企业所得税。对于**个人投资**

人，取得契约制基金清算分配的收入超出原始投资成本的部分，应按照“财产转让所得”项目缴纳个人所得税。对于**合伙企业投资人**，需按照“先分后税”原则在合伙人层面进行税务处理。

(4) 情形 4：实物分配

2022 年 7 月，中国证监会启动私募股权基金及创业投资基金向投资者实物分配股票试点。私募股权基金及创业投资基金向投资者实物分配股票是指，私募基金管理人与投资者约定将基金持有的上市公司首次公开发行前的股份通过非交易过户方式向投资者（份额持有人）进行分配的一种安排。以下将以合伙制基金为例分析涉税影响。

1) 合伙制基金将股票分配给合伙人

• 所得税

基金层面，合伙企业自身不缴纳所得税。

对于**法人合伙人**和**个人合伙人**，其取得分配的股票所得税处理在实操中存在不同意见。关键在于：首先，合伙制基金实物分配是否需按照股票的公允价值视同销售，是否需将增值计入经营所得并按照先分后税原则分配至合伙人层面纳税；其次，合伙人层面获得的股票是否需按照公允价值确认收益，是否需将超过其投资成本的部分计入应纳税所得额缴纳所得税。根据《企业所得税法实施条例》，企业以非货币形式取得的收入，应当按照公允价值确定收入额。根据《中华人民共和国个人所得税法实施条例》（“《个人所得税法实施条例》”），个人所得为有价证券的，根据票面价格和市场价格核定应纳税所得额。目前税务法规对于合伙制基金实物分配股票的配套处理未发布专门规定。税务实践中，建议与主管税务机关确认具体税务处理。

• 增值税

基金层面，考虑到股票将从基金过户到合伙人且基金为增值税纳税人，通常认为基金需要按金融商品转让缴纳增值税。如按照视同销售进行处理，则应按照股票近期的交易价格确定卖出价。但亦有观点认为可以按照《关于明确无偿转让股票等增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2020 年第 40 号）的相关规定处理。根据该公告，“纳税人无偿转让股票时，转出方以该股票的买入价为卖出价，按照“金融商品转让”计算缴纳增值税；在转入方将上述股票再转让时，以原转出方的卖出价为买入价，按照“金融商品转让”计算缴纳增值税。”考虑到实物分配为基金向合伙人分配本金和收益的方式，是否属于“无偿转让”存在争议。

在投资人层面，此环节不涉及增值税处理。

• 印花税

基金层面，虽然实物分配按照非交易过户的方式实现，较多观点认为仍需按照股票

交易缴纳印花税。依据《印花税法》规定，证券交易应按成交金额的千分之一缴纳印花税。证券交易印花税对证券交易的出让方征收，不对受让方征收。证券交易无转让价格的，按照办理过户登记手续时该证券前一个交易日收盘价计算确定计税依据；无收盘价的，按照证券面值计算确定计税依据。

2) 投资人处置股票阶段

• 所得税

对于**法人合伙人**，股票处置收益或损失应当计入当期应纳税所得计算缴纳企业所得税，但在计算处置收益或损失时，股票成本的确认取决于在股票分配环节法人投资人是否应就股票公允价值高于原始投资成本的部分纳税。如已按公允价值在分配环节纳税，则在合伙人处置股票时可扣除的股票成本应以分配时点的公允价值确认，否则以合伙人的出资成本确认。

对于**个人合伙人**，其在计算股票处置收益时可扣除的股票成本的确认方法与法人合伙人相同。对于能否适用自然人转让上市公司股票免征个人所得税优惠政策则存在不同看法。《财政部 国家税务总局关于个人转让股票所得继续暂免征收个人所得税的通知》（财税字〔1998〕61号）规定：“从1997年1月1日起，对个人转让上市公司股票取得的所得继续暂免征收个人所得税。”执行中，如个人投资人分得的股票被视为从二级市场取得的流通股，则可适用上述免税政策；如分得的股票被视为限售股，则应就转让股票的所得按照“财产转让所得”，适用20%税率纳税。实践中，如个人在实物分配环节未按照股票市场价格计算缴纳个人所得税，转让环节是否仍能适用免税政策，存在不确定性。

• 增值税

对于**法人合伙人**，应按金融商品转让缴纳增值税。股票买入价应为股票分配阶段基金层面的卖出价。需要注意的是，如在股票分配阶段，基金层面按照税务总局公告2020年第40号的“无偿转让股票”政策处理，则法人合伙人转让股票时的买入价，应按照基金获得股票时的买入价确定。如基金在IPO发行之前获得股票的，需以IPO发行价和实际成本价孰高⁶¹确定买入价计算缴纳增值税。

对于**个人合伙人**，个人从事金融商品转让业务免征增值税。

• 印花税

⁶¹ 根据《国家税务总局关于营改增试点若干征管问题的公告》（国家税务总局公告2016年第53号）第五条，“单位将其持有的限售股在解禁流通后对外转让的，按照以下规定确定买入价：（二）公司首次公开发行股票并上市形成的限售股，以及上市首日至解禁日期间由上述股份孳生的送、转股，以该上市公司股票首次公开发行（IPO）的发行价为买入价。”根据《国家税务总局关于明确二手车经销等若干增值税征管问题的公告》（国家税务总局公告2020年第9号）第四条，“单位将其持有的限售股在解禁流通后对外转让，按照《国家税务总局关于营改增试点若干征管问题的公告》第五条规定确定的买入价，低于该单位取得限售股的实际成本价的，以实际成本价为买入价计算缴纳增值税。”，对于投资人将所取得股票再转让时，以基金的卖出价为买入价，而基金的卖出价能否按照国家税务总局公告2020年第9号的规定，以IPO的发行价和取得股票时的实际成本价较高者确定，法规层面并未明确。从法理的角度分析，应该按此方式确定，但在基金拟进行实物分配之前，建议与主管税务机关进行充分沟通。

对于**法人投资人**和**个人投资人**，均应按股票成交金额的千分之一缴纳印花税。

2、基金从被投资企业层面退出较为常见的方式为：向第三方转让项目公司、原股东回购、IPO 退出

(1) 情形 1：向第三方转让项目公司

1) 所得税

在基金层面，合伙制基金取得的项目公司股权转让收入，因遵循“先分后税”原则，在合伙人层面纳税；契约制基金在实践中通常不认为属于所得税纳税义务人，因此在基金层面无需缴纳所得税；公司制基金则需将被项目公司股权转让收益纳入应纳税所得额，计算缴纳企业所得税。

在投资人层面，法人投资人和个人投资人应分别遵循《企业所得税法》、《个人所得税法》等相关法规规定计算其应纳税所得额，最终确定应缴纳的所得税额，具体请见第一章第二节相关内容。

2) 增值税

在基金层面，转让未上市公司股权，一般不涉及增值税。但如涉及提前约定第三方收购义务并构成保本收益、固定利润或保底利润安排，则可能涉及增值税。财税〔2016〕36 号附件一附注规定，“贷款，是指将资金贷与他人使用而取得利息收入的业务活动。各种占用、拆借资金取得的收入，包括金融商品持有期间（含到期）利息（保本收益、报酬、资金占用费、补偿金等）收入、信用卡透支利息收入、买入返售金融商品利息收入、融资融券收取的利息收入，以及融资性售后回租、押汇、罚息、票据贴现、转贷等业务取得的利息及利息性质的收入，按照贷款服务缴纳增值税。以货币资金投资收取的固定利润或者保底利润，按照贷款服务缴纳增值税。”财税〔2016〕140 号进一步解释，“《销售服务、无形资产、不动产注释》（财税〔2016〕36 号）第一条第（五）项第 1 点所称“保本收益、报酬、资金占用费、补偿金”，是指合同中明确承诺到期本金可全部收回的投资收益。金融商品持有期间（含到期）取得的非保本的上述收益，不属于利息或利息性质的收入，不征收增值税。”因此，如基金收取转让价款中未包含保本收益、固定利润或保底利润（比如提前约定的回购价款），则不涉及增值税纳税义务；如其性质构成保本收益、固定利润或保底利润，则需按贷款服务缴纳增值税，适用税率为 6%（一般纳税人），或征收率 3%（小规模纳税人）。

在投资人层面，投资人需根据合伙协议/投资协议中的分配条款判断其从基金中取得投资收益是否构成保本收益、固定利润或保底利润来确定增值税纳税义务。如投资人从基金中取得的投资收益性质构成保本收益、固定利润或保底利润，则投资人需按贷款服务缴纳增值税，适用税率为 6%（一般纳税人），或征收率 3%（小规模纳税人）。

3) 土地增值税

如被投资企业属于持有不动产的重资产的公司，基金转让股权时还应关注土地增值税风险。

根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例》（“《土地增值税暂行条例》”）第二条，“转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物（以下简称转让房地产）并取得收入的单位和个人，为土地增值税的纳税义务人（以下简称纳税人），应当依照本条例缴纳土地增值税。”即通常情况下，转让公司股权无需缴纳土地增值税。

在实操中，国家层面以及部分地方税务机关曾就部分案例做出批复，将转让股权的交易视同标的公司直接转让不动产，从而征收土地增值税。如《国家税务总局关于以转让股权名义转让房地产行为征收土地增值税问题的批复》（国税函〔2000〕687号）表示“鉴于深圳市能源集团有限公司和深圳能源投资股份有限公司一次性共同转让深圳能源（钦州）实业有限公司100%的股权，且这些以股权形式表现的资产主要是土地使用权、地上建筑物及附着物，经研究，对此应按土地增值税的规定征税。”在基金转让被投资企业股权时，应关注国税函〔2000〕687号在被投资企业当地的应用情况和实践。

4) 印花税

在基金层面，根据《印花税法》的相关规定，基金需就处置项目公司股权按产权转移书据计算缴纳0.05%的印花税。

(2) 情形 2：原股东回购

原股东回购一般指按照约定的价格将项目公司的股权回购，从而实现基金的退出，其本质也是以股权转让的方式实现退出，税务影响参见情形 1 下分析。

需要注意的是，通常原股东回购安排是提前约定的，需关注相关合同条款是否构成保本收益、固定利润或保底利润的安排，有可能涉及增值税。

(3) 情形 3：IPO 退出

IPO 退出的税务影响仍可主要参见情形 1 下分析，不同之处在于，因项目公司已 IPO 上市，转让已上市项目公司股权，在增值税方面会触发金融商品转让纳税义务⁶²，而印花税将会触发证券交易纳税义务。

需要额外关注的是，项目公司在 IPO 前通常会进行一系列内部股权或资产重组。在此环节项目公司或其关联方可能运用重组相关税务政策进行合理的税务处理或规划。在此简要介绍相关的政策如下：

⁶² 财税〔2016〕36号附件一附注规定，“金融商品转让，是指转让外汇、有价证券、非货物期货和其他金融商品所有权的业务活动。其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让。金融商品转让，按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额。转让金融商品出现的正负差，按盈亏相抵后的余额为销售额。若相抵后出现负差，可结转下一纳税期与下期转让金融商品销售额相抵，但年末时仍出现负差的，不得转入下一个会计年度。金融商品的买入价，可以选择按照加权平均法或者移动加权平均法进行核算，选择后 36 个月内不得变更。金融商品转让，不得开具增值税专用发票。”

1) 企业所得税

符合一定条件的重组交易，在企业所得税上有机会适用特殊性税务处理等递延纳税政策。此类交易包括符合条件的合并、分立、股权收购、资产收购、划转、非货币资产投资等。主要法规依据可参考《财政部 国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）、《财政部 国家税务总局关于非货币资产投资企业所得税处理问题的通知》（财税〔2014〕116号），以及《财政部 国家税务总局关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知》（财税〔2014〕109号）等文件。需要提示的是实践中，税务机关对重组交易适用企业所得税特殊性税务处理存在一定执行口径的差异，建议在具体交易实施前与主管税务机关展开充分沟通。

此外，合伙制基金的法律形式为合伙企业，如重组交易涉及合伙制基金，适用企业所得税下的递延政策存在障碍。

2) 增值税

根据《国家税务总局关于纳税人资产重组有关增值税问题的公告》（国家税务总局公告2011年第13号）、《国家税务总局关于纳税人资产重组有关增值税问题的公告》（国家税务总局公告2013年第66号），以及《营业税改征增值税试点有关事项的规定》（财税〔2016〕36号附件二），在资产重组过程中，通过合并、分立、出售、置换等方式，将全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、负债和劳动力一并转让给其他单位和个人，不属于增值税的征税范围，其中涉及的货物、不动产、土地使用权转让，不征收增值税。如上提示，实践中税务机关对重组交易的税务处理存在一定执行口径的差异，建议在具体交易实施前与主管税务机关展开充分沟通。

3) 土地增值税

根据《财政部 税务总局关于继续实施企业改制重组有关土地增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告2023年第51号），符合一定条件的整体改制、企业合并、企业分立、作价入股投资，有机会适用暂不征收土地增值税政策。该优惠政策不适用于房地产转移任意一方为房地产开发企业的情形。如上提示，实践中税务机关对重组交易的税务处理存在一定执行口径的差异，建议在具体交易实施前与主管税务机关展开充分沟通。

4) 契税

根据《财政部 税务总局关于继续实施企业、事业单位改制重组有关契税政策的公告》（财政部 税务总局公告2023年第49号），符合一定条件的企业改制、事业单位改制、公司合并、公司分立、企业破产、资产划转、债权转股权、公司股权（股份）转让，有机会适用契税免税政策。如上提示，实践中税务机关对重组交易的税务处理存在一定执行口径的差异，建议在具体交易实施前与主管税务机关展开充分沟通。

5) 印花税

根据《关于企业改制重组及事业单位改制有关印花税政策的公告》（财政部税务总局公告 2024 年第 14 号），符合一定条件的企业改制重组、企业债权转股权、合并、分立、破产清算，有机会就相关营业账簿印花税、产权转移书据印花税、承继的应税合同印花税适用免税政策。如上提示，实践中税务机关对重组交易的税务处理存在一定执行口径的差异，建议在具体交易实施前与主管税务机关展开充分沟通。

（三）基金帮助被投资企业提升税务管理⁶³

随着基金行业不断专业化发展及资本市场环境的变化，基金管理人开始将精力投入到协助被投资企业提升价值中，例如帮助被投资企业提升税务管理，降低税务风险并提高税务赋能。基金可指导或协助被投资企业从以下几方面优化税务管理能力：

1、搭建及优化税务管理体系

帮助被投资企业增强合规意识，加强财税政策研究，增强业务人员能力，优化合规管理流程，规范管理职能和组织，做到“应缴尽缴”，避免因出现合规风险导致经济和信用损失。

2、建立及不断强化税务风险防控机制

帮助被投资企业按照业务、税种、区域全方位梳理涉税风险点及应对措施，建立企业内部风险特征和指标库，定期开展税务风险自查及健康检查，加强税务合规申报复核及审核机制，利用信息系统及数据分析等科技手段，逐步实现流程、规则及数据统一，提升自动化和标准化水平，实现税务风险的提前预防、尽早识别和有效控制。

3、挖掘税务管理赋能及创造价值的效能

帮助企业完善对重大经营决策的税务支持机制，强化业务源头涉税事项管控，税务管理人员应参与重大事项、重大交易、重大合同的前期设计规划，从防范税务风险、管理赋能角度提出专业建议。

帮助企业统筹税务政策、资源、信息和数据，全面梳理税务优惠政策，合理安排生产经营、业务模式及投资并购、改制重组、对外投融资等重大事项，在坚持合法性及合理性原则基础上制定并实施税收策划，力争做到“合法合理、应享尽享”。

三、QFLP 及 QDLP 特殊关注事项

QFLP（合格境外有限合伙人）和 QDLP（合格境内有限合伙人）是两类参与跨境投资

⁶³ 本章节参考《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》（国资发财评规〔2022〕23 号，国资委 2022 年 2 月 18 日发布）的内容。<http://www.sasac.gov.cn/n2588030/n16436136/c23471965/content.html>

的基金形式。QFLP 是指境外机构投资者在通过资格审批和其外汇资金的监管程序后，将境外资本兑换为人民币资金，投资于国内的私募股权投资基金。而 QDLP 则是允许境内投资者在获批额度内将人民币资金兑换成外汇，投向境外的资本市场，使境内资本能够涉足国际投资领域。

由于 QFLP 和 QDLP 涉及跨境投资，在税务处理中，不仅面临着国内一般性税收政策的适用，还需考虑跨境交易带来的特殊问题以及双边税收协定的影响。

(一) QFLP 特殊关注事项

1、QFLP 试点制度

QFLP 试点于 2011 年首次在上海开启，试点范围逐渐扩大。QFLP 架构中涉及的主体主要包括：

- QFLP 基金：即由外国投资者参与投资设立，以在中国境内开展股权投资为主要业务的股权投资企业。
- 合格境外投资者：即外国投资者（含境外自然人、企业或其他组织等），参与在中国境内投资设立基金。
- QFLP 基金管理人：以发起设立或受托管理 QFLP 基金为主要经营业务的股权投资管理企业。

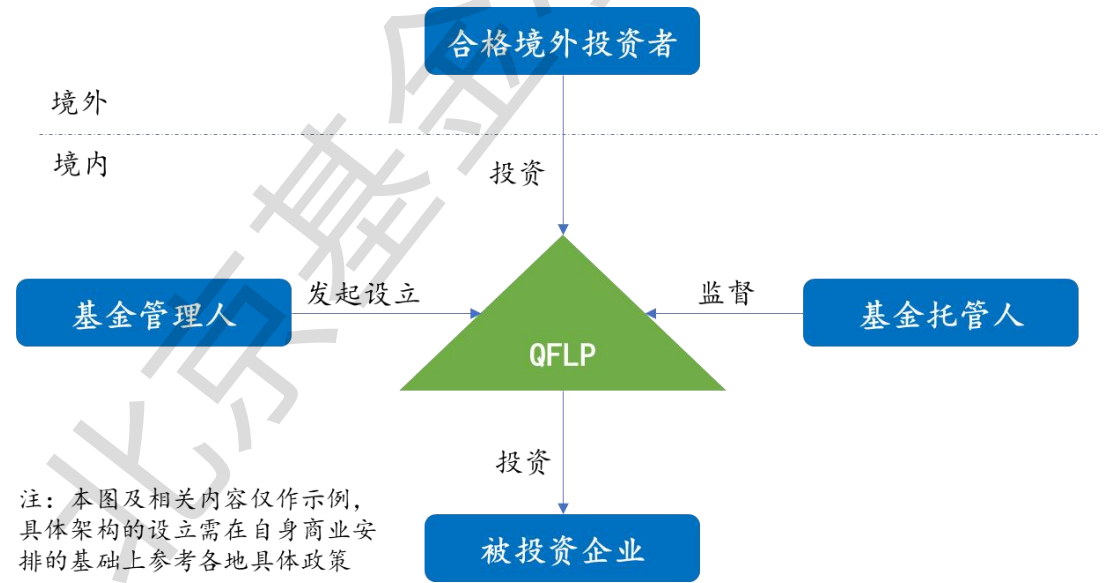


图 3-8 QFLP 常见架构示例

QFLP 基金的组织形式可以为公司制、合伙制，部分地区也可采用契约制。不同组织形式的 QFLP 基金，所涉及的税务问题不同。实践中，目前比较常见的是有限合伙制 QFLP 基金，此类型基金的税务问题也较为复杂。下文主要介绍有限合伙制 QFLP 基金涉及的

税务问题。

2、合伙制 QFLP 基金需特别关注的税务事项

QFLP 基金因涉及境外合伙人，现行法规对相关税务处理未予以专门明确，实务中就一系列问题存在较多争议。以下主要讨论境外投资者在法人、自然人以及合伙企业三种情形下的税务问题。

(1) 境外投资者为法人时的税务处理问题

对于 QFLP 架构中的境外法人合伙人从 QFLP 基金取得的所得，税务法规未明确规定其税务处理具体方式。实践中在以下方面往往存在不同观点。

1) 非居民企业合伙人在境内是否设立机构、场所或常设机构

《企业所得税法》第三条规定，“非居民企业在中国境内设立机构、场所的，应当就其所设机构、场所取得的来源于中国境内的所得，以及发生在中国境外但与其所设机构、场所有实际联系的所得，缴纳企业所得税。非居民企业在中国境内未设立机构、场所的，或者虽设立机构、场所但取得的所得与其所设机构、场所没有实际联系的，应当就其来源于中国境内的所得缴纳企业所得税。”第四条规定，“企业所得税的税率为 25%。非居民企业取得本法第三条第三款规定的所得，适用税率为 20%。”第二十七条规定，“企业的下列所得，可以免征、减征企业所得税：（五）本法第三条第三款规定的所得。”《企业所得税法实施条例》第九十一条规定，“非居民企业取得企业所得税法第二十七条第（五）项规定的所得，减按 10% 的税率征收企业所得税。”第七条规定，来源于中国境内、境外的所得，按照以下原则确定：转让财产所得，权益性投资资产转让所得按照被投资企业所在地确定；股息、红利等权益性投资所得，按照分配所得的企业所在地确定。

在判断所得来源地时，无论是穿透合伙企业将合伙人所得视为被投资企业分配的股息红利或转让被投资企业股权的所得，还是视为合伙企业分配的权益性投资所得，因被投资企业及合伙企业在中国境内，均为来源于中国境内的所得。但基于非居民企业合伙人是否在中国境内设立了机构、场所，其适用税率及计税方式有所不同。如非居民企业在中国境内设立了“机构、场所”的，则应当就其所设“机构、场所”取得的来源于中国境内的所得，以及发生在中国境外但与其所设“机构、场所”有实际联系的所得按 25% 税率缴纳企业所得税。在计算其应税所得时，可从应税收入中减除可扣除的成本后，适用 25% 的企业所得税率，计算应纳税额。在实务中，对于难以正确核算成本费用的，税务机关可采取核定利润率方式计算应纳税所得额。如非居民企业在中国境内未设立“机构、场所”的，或者虽设立“机构、场所”但取得的所得与其所设“机构、场所”没有实际联系的，应当就其来源于中国境内的所得按 10% 税率缴纳企业所得税。在计算应税所得时，除返还的投资成本外，通常不扣除成本费用。

如非居民企业合伙人作为税务居民的国家或地区（如港澳台地区）与中国（中国内地）签署了税收协定（安排），且满足适用税收协定（安排）的条件，则需要考虑其是否设立了税收协定（安排）下的常设机构。为简化表述，下文均不考虑港澳台合伙人的情况。

如认为非居民企业合伙人取得的所得为税收协定中规定的“营业利润”，协定通常会约定中国仅就通过在中国境内设立的常设机构营业的利润才可在中国征税。

无论在法规层面还是实践层面，判断非居民企业合伙人是否设立机构、场所或常设机构是个关键而复杂的问题。以下中国和新加坡的税收协定（“中新税收协定”）中的常设机构为例进行说明。

中新税收协定第五条规定了常设机构的定义和各种情形。国家税务总局关于印发《〈中华人民共和国政府和新加坡共和国政府关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定〉及议定书条文解释》的通知（国税发〔2010〕75号）第五条对于常设机构条款做了进一步解释。根据上述文件，“常设机构是指一个相对固定的营业场所”，从类型上通常包括固定场所型、工程型、服务型 and 代理型常设机构。与 QFLP 的非居民合伙人相关的通常涉及固定场所型和代理型常设机构。

考虑到 QFLP 会进行工商注册并登记有固定的经营场所，但非居民企业合伙人并未以其名义直接在中国境内开设办事机构或通过非独立代理人开展营业，实践中就非居民企业合伙人是否会因此被认为设立了常设机构存在广泛的争议。其中，对于非居民普通合伙人（“GP”），由于其将执行合伙事务，被认为在中国境内设立了常设机构的可能性更大。

在认为非居民合伙人在境内设立常设机构的情况下，原则上其有机会主张享受《企业所得税法》第二十六条规定的免税待遇。该条规定：“在中国境内设立机构、场所的非居民企业从居民企业取得与该机构、场所有实际联系的股息、红利等权益性投资收益”。

2) 非居民企业合伙人取得所得的性质

非居民企业合伙人从 QFLP 中取得所得的类型将会影响其是否需要在中国纳税、所适用的所得税税率以及税收协定待遇。而对于取得所得性质的判定，需要依据中国国内法规以及税收协定的相关规定。

在我国法律以及所得税体系下，根据《合伙企业法》⁶⁴以及财税〔2008〕159号文等法规的规定，境内合伙企业被视为税收透明体，其经营所得应按照“先分后税”的原则以其合伙人为纳税义务人。合伙企业合伙人是自然人的，缴纳个人所得税；合伙人是法人和其他组织的，缴纳企业所得税。对于法人合伙人中的居民企业而言，需按照先分后税原则分得的所得并入应纳税所得额，按其适用所得税税率计算缴税，由于通常认为

⁶⁴ 《合伙企业法》第六条规定：“合伙企业的生产经营所得和其他所得，按照国家有关税收规定，由合伙人分别缴纳所得税。”

法人合伙人无法享受股息分红的免税政策，其所得税负按照股息红利还是其他类型的所得并无差异也无必要区分。

与中国居民企业纳税人不同的是，在可以适用税收协定待遇的情形下，非居民企业合伙人取得不同类型的所得，将影响到具体适用的税收协定条款，以及特定条款下不同的纳税义务及适用税率。

OECD 1999 年的《OECD 税收协定范本对合伙企业的适用》(The Application of the OECD Model Tax Convention to Partnerships) 提出“合伙企业被视为税收透明体而在合伙人层面对合伙企业所得进行征税的，在适用税收协定时，合伙企业取得的所得应保持其所得性质和所得来源不变，并视为由合伙人取得。在国内税法中将合伙企业视为税收透明体的国家应适用该种处理方式。”然而，现行国内税务法规并未明确非居民合伙人取得所得的性质应如何判断及可适用协定的相关条款。实践中非居民合伙人主张协定待遇时就应适用的协定条款存在争议。即，合伙人取得的分配所得应适用税收协定中的“营业利润”、“股息”、“财产收益”还是“其他所得”条款，不同条款下的纳税义务和协定待遇均不相同。

以中新税收协定为例，如认为非居民企业合伙人取得的所得为“营业利润”且认为该合伙人中国境内设立了常设机构，则其需就归属于该常设机构的利润纳税。对于难以正确核算成本费用的，中国税务机关可采取核定利润率方式计算应纳税所得额。标准税率为 25%。如认为非居民企业合伙人取得的所得可根据基金自被投资企业取得所得的性质来判断，则可能涉及税收协定中的“股息”及“财产收益”条款：如该所得来源于被投资企业分配的“股息”，则合伙人通常需就应税所得按 10% 纳税（是否能享受 5% 的税率优惠存在不确定性），除返还的投资成本外，不扣除成本费用；如该所得来源与基金转让被投资企业的股权转让所得，则需根据被投资企业价值中不动产占比或合伙人间接持有被投资企业股权占比判断是否征税。由于对于非居民企业合伙人取得所得能否穿透按照基金取得的所得性质进行处理存在争议，还有一种可能是按照税收协定中的“其他所得”条款。但由于税收协定通常规定其他所得仅在居民国纳税，实践中该主张较难得到认可。

3) 非居民企业合伙人适用税收协定的条件

需要注意的是，如非居民企业合伙人作为税务居民的国家与中国签署了税收协定，其能否适用税收协定的规定仍存在不确定性。

《国家税务总局关于税收协定执行若干问题的公告》(国家税务总局公告 2018 年第 11 号) 规定了合伙企业的非居民合伙人享受协定待遇的原则和条件。国家税务总局公告 2018 年第 11 号第五条规定，“有关合伙企业及其他类似实体（以下简称“合伙企业”）适用税收协定的问题，应按以下原则执行：（一）依照中国法律在中国境内成立的合伙企业，其合伙人为税收协定缔约对方居民的，该合伙人在中国负有纳税义务的所得被缔

约对方视为其居民的所得的部分，可以在中国享受协定待遇。”国家税务总局对 11 号公告的政策解读⁶⁵中进一步明确了对于设立在中国境内的合伙企业，其适用税收协定需要满足两个条件，“第一，其合伙人应是缔约对方居民。第二，合伙企业取得的所得被缔约对方视为该合伙人的所得。是否满足该条件，一般取决于缔约对方（即合伙人的居民国）国内法。比如，在缔约对方国内法将我国境内合伙企业视为税收透明体时，一般会将其合伙企业取得的所得视为由其居民合伙人取得，在这种情况下，该合伙人在我国负有纳税义务的所得可以在我国享受协定待遇；在缔约对方国内法将我国境内的合伙企业视为非税收透明体时，则一般不会将该合伙企业取得的所得视为由其居民合伙人取得，在这种情况下，该合伙人不能在我国享受协定待遇。”

在国家税务总局的政策解读中提到“OECD 曾于 1999 年发布报告，对合伙企业适用税收协定的问题提出了政策建议，其主要规则是，当缔约一方将合伙企业视为税收透明体并对合伙企业取得的所得在合伙人层面征税时，缔约另一方应将合伙企业从本国取得的所得中归属于对方居民合伙人的部分视为由对方居民合伙人取得，并给予协定待遇。11 号公告基于我国合伙企业法、企业所得税法以及税收协定条款的规定，明确了合伙企业在我国适用税收协定的问题。”⁶⁶

(2) 境外投资者为自然人时的税务问题

对于 QFLP 架构中的境外个人合伙人从 QFLP 基金取得的所得，实践中在以下方面存在不同观点。

1) 非居民个人合伙人取得所得的性质和适用税率

根据《个人所得税法》及其实施条例，居民个人从中国境内和境外取得的所得，依照本法规定缴纳个人所得税。非居民个人从中国境内取得的所得，依照本法规定缴纳个人所得税。无论支付地点是否在中国境内，在中国境内转让财产以及从中国境内企业取得的利息、股息、红利所得均为来源于中国境内的所得。

根据国税函〔2001〕84 号以及财税〔2008〕159 号，合伙企业对外投资分回的利息或者股息、红利，不并入企业的收入，而应单独作为投资者个人取得的利息、股利、红利所得，按“利息、股利、红利所得”适用 20%比例税率计算缴纳个人所得税。个人合伙人通过合伙企业取得的其他所得按“经营所得”适用 5%-35%的累进税率。以上文件并未区分投资者个人是境内自然人还是境外自然人的情况。实践中，对于非居民个人合伙人通过合伙企业取得的所得是否应按照上述规定处理，以及是否属于来源于中国境内的

⁶⁵ 本文中提到的国家税务总局对 11 号公告的政策解读，来自国家税务总局 2018 年第二季度政策解读现场实录，下同。

⁶⁶ 国家税务总局 2018 年第二季度政策解读现场实录原文是“OECD 曾于 1999 年发布报告，对合伙企业适用税收协定的问题提出了政策建议，其主要规则是，当缔约一方将合伙企业视为税收透明体并对合伙企业取得的所得在合伙人层面征税时，缔约另一方应将合伙企业从本国取得的所得中归属于对方居民合伙人的部分视为由对方居民合伙人取得，并给予协定待遇。2010 年，OECD 将上述政策建议纳入了范本注释。对此，有一些 OECD 国家选择直接遵循 OECD 报告和范本注释的规定，但也有一些 OECD 国家坚持，OECD 报告和范本注释中关于合伙企业的规定只有在明确纳入协定条款以后才可以适用。为了给合伙企业适用税收协定提供更为明确的法律依据，根据 BEPS 第 2 项行动计划成果建议，2017 年版 OECD 税收协定范本已将有关内容纳入了协定范本条款，为各国今后新签署或修订税收协定提供了参考。11 号公告基于我国合伙企业法、企业所得税法以及税收协定条款的规定，明确了合伙企业在我国适用税收协定的问题。”

所得，仍存在不同看法。

2) 享受税收协定（安排）待遇的条件和适用条款

根据国家税务总局对于 11 号公告第五条的解读，在 QFLP 的非居民合伙人（包括非居民个人合伙人）符合适用税收协定需要满足的两个条件时，该合伙人可以在中国享受协定待遇。因此，如果非居民个人合伙人就取得所得的定性能够参照居民个人合伙人的税务处理，就 QFLP 取得的利息、股息所得，有机会单独适用相关税收协定中的“利息”、“股息”条款确定纳税义务和协定待遇。QFLP 取得的其他类型所得主要包括股权转让所得。对此，居民个人合伙人是按照“经营所得”纳税，非居民个人合伙人应按照税收协定的哪一个条款确定纳税义务和协定待遇存在争议。

例如，根据大部分税收协定的规定（以中新协定为例），“营业利润”条款通常适用于企业而非个人；“股息”条款适用于缔约国一方居民公司支付给缔约国另一方居民的股息；“财产收益”条款适用于缔约国一方居民转让财产的收益，是否适用于合伙人通过合伙制基金间接转让被投资企业股权的情况存在不确定性；如上述条款均不适用，是否应适用“其他所得”的兜底条款，由于税收协定通常规定其他所得仅在居民国纳税，实践中该主张较难得到认可。

(3) 境外投资者为合伙企业时的问题

除自然人和法人外，合伙企业也可能作为境外投资者。对于境外合伙企业作为 QFLP 的合伙人的情况，在中国税务规则及税收协定适用方面更为复杂。

国家税务总局公告 2018 年第 11 号第五条第（二）款对于在境外设立的合伙企业在中国纳税的原则做出了规定，“依照外国（地区）法律成立的合伙企业，其实际管理机构不在中国境内，但在中国境内设立机构、场所的，或者在中国境内未设立机构、场所，但有来源于中国境内所得的，是中国企业所得税的非居民企业纳税人。除税收协定另有规定的以外，只有当该合伙企业是缔约对方居民的情况下，其在中国负有纳税义务的所得才能享受协定待遇。该合伙企业根据《非居民纳税人享受税收协定待遇管理办法》（国家税务总局公告 2015 年第 60 号）第七条报送的由缔约对方税务主管当局开具的税收居民身份证明，应能证明其根据缔约对方国内法，因住所、居所、成立地、管理机构所在地或其他类似标准，在缔约对方负有纳税义务。税收协定另有规定的情况是指，税收协定规定，当根据缔约对方国内法，合伙企业取得的所得被视为合伙人取得的所得，则缔约对方居民合伙人应就其从合伙企业取得所得中分得的相应份额享受协定待遇”。

国家税务总局公告 2018 年第 11 号的国家税务总局官方解读进一步解释，“对于设立在中国境外的合伙企业，公告明确了在我国适用税收协定的条件，即在税收协定条款没有做出不同规定的情况下，境外合伙企业应是缔约对方居民，才能在我国享受协定待遇。由于境外设立的合伙企业不适用我国合伙企业法，因此不适用该法规定的‘先分后

税’的规则。根据企业所得税法及其实施条例，‘依照中国法律、行政法规成立的个人独资企业、合伙企业’不适用企业所得税法，而境外设立的合伙企业不属于依照中国法律成立的合伙企业，因此不属于企业所得税法适用的排除范围。同时，根据企业所得税法，依照外国（地区）法律成立且实际管理机构不在中国境内，但在中国境内设立机构、场所的，或者在中国境内未设立机构、场所，但有来源于中国境内所得的合伙企业是我国企业所得税的非居民企业纳税人，其合伙人不直接是我国所得税的纳税人。因此，在适用税收协定时，除非协定另有规定，否则，只有当该合伙企业是缔约对方居民的情况下才能享受协定待遇。如果根据缔约对方国内法，合伙企业不是其居民，则该合伙企业不适用税收协定，也不能以缔约对方居民合伙人的名义在我国享受协定待遇。”

因此，境外合伙投资人的相关税务处理类似于境外法人投资者，即设立了“机构、场所”或者在满足享受税收协定待遇的条件下构成设立“常设机构”的，应就归属于“机构、场所”或“常设机构”的应纳税所得额适用 25%税率计算所得税；否则需就来源于中国境内的所得缴纳 10%的所得税。如境外合伙可取得缔约国家税收居民身份证明时，或中国与其合伙人居民国间的税收协定规定该合伙企业的所得被视为该合伙人取得的所得，则可以由合伙企业或居民合伙人名义在我国享受协定待遇。

在进行税务处理时，对于如何判断是否设立“机构、场所”或“常设机构”、取得所得的性质以及可适用的税收协定条款，存在较多争议。这方面的具体讨论可参见上文“境外投资者为法人时的税务处理”部分。

（二）QDLP 特殊关注事项

QDLP (Qualified Domestic Limited Partner)：合格境内有限合伙人，指中国境内符合一定规定条件的投资者，允许其以自有资金认购试点基金以进行境外市场投资。QDLP 试点始于 2012 年，上海率先于 2012 年出台 QDLP 试点办法，随后天津、北京、海南、深圳、青岛、重庆、江苏以及广东也分别出台了各自的试点办法。QDLP 作为需在基金业协会办理登记和备案的私募基金，监管法规和各地试点办法并未限制其法律形式，在实务中以合伙制和契约制基金为主。QDLP 架构中涉及的主体主要包括：

- QDLP：由试点基金管理企业依法在试点地区发起、以合格境内有限合伙人参与投资设立，以基金财产按照规定进行境外投资的基金。
- 合格境内有限合伙人：具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只试点基金的金额不低于一定标准的境内自然人、机构投资者或其他投资者。
- 试点基金管理企业：注册在试点地区并实际经营，以发起设立试点基金并受托管理其境外投资业务为主要经营业务的企业。

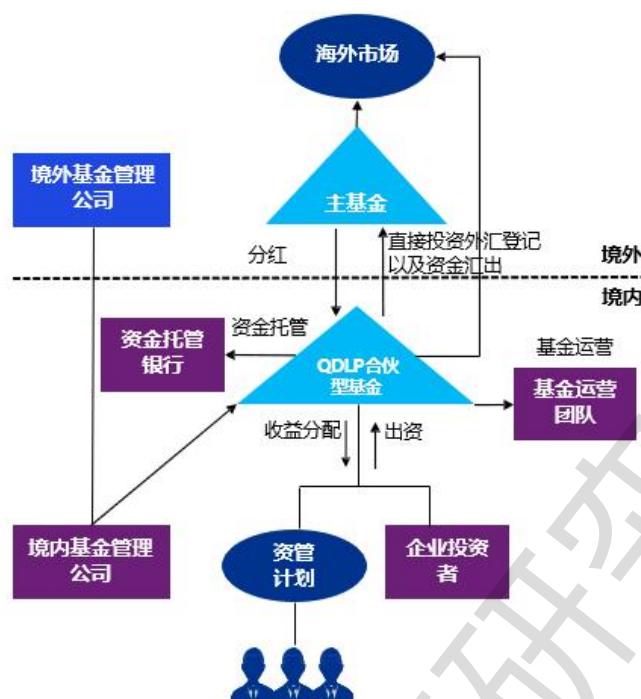


图 3-9 QDLP 常见架构示例

在实务中，QDLP 的主要注册形式为合伙制基金。本文主要分析合伙制 QDLP 需关注的税务问题。

1、跨境投资需重视境外税收政策调研和投资架构的税务策划

在境外投资前，基金管理人应全面调研当地税收政策及征管环境，包括东道国税法体系、适用税率、税收优惠政策、申报合规义务、税务征管实践、税务争议解决机制等，避免因信息不对称导致的税务风险。针对不同国家的税务环境，基金管理人需制定合理的税务策略。同时，也应充分利用当地税收优惠政策进行合理的税务策划。例如，部分国家为吸引外资，对特定行业或项目给予税收减免、抵免、补贴等优惠。应尽可能利用当地优惠政策，实现投资的最大效益。

如 QDLP 是通过收购海外经营实体进行投资，建议考虑开展税务尽职调查，以尽可能发现被投资企业可能存在的历史税务风险、与历史交易安排相关的未来税务问题以及目前税务处理和税负水平的可持续性。对于识别出的历史或未来税务问题，应与交易对手进行磋商合理的保障方案，并在确定交易及对价中进行充分考虑。

在跨境投资中，高效的税务架构的搭建尤为重要。在特定条件下，在第三国设立中间控股公司，有可能优化整体税务结构，在归集资金再投资、搭建区域管理平台、未来分别转让被投资企业灵活性方面也有益处。在选择中间控股公司的设立地时，一般会考虑中间控股公司设立国（地区）与中国及最终目标投资国之间是否签署税收协定（安排），以及针对投资期的股息、利息汇回，退出期的股权转让或减资清算的资本利得可适用的

税收协定待遇。管理人需根据我国及投资目的地的税收政策，结合双边税收协定以及国际税收规则，合理规划中间控股公司的位置与职能。

在企业出海经营过程中，往往涉及构建关联交易作为融资安排、业务协同和资源整合的方式。因关联交易涉及不同国家或地区的税收法规与监管要求，国际税收透明度的提升及各国税务管理加强对跨境关联方交易的管理带来了极大挑战。如集团关联交易定价机制被认定为不符合独立交易原则，则可能面临被中国或投资东道国税务机关特别纳税调整的风险。建议基金投资相关方关注被投资企业集团的关联交易及全球价值链布局，基于价值链分析以及转让定价风险评估，考虑优化整体的关联交易安排及转让定价方案。

此外，基金投资相关方需关注，近年来各国均加强了反避税措施。2019年OECD提出了“双支柱方案”，旨在通过全球最低税率和利润分配规则，应对全球数字经济的发展和全球跨国企业税收公平性问题。其中在支柱二方案下，全年收入超过7.5亿欧元的跨国企业需适用全球有效税率不低于15%的“全球最低税规则”，目前全球已有数十个辖区通过立法实施全球最低税。在国际税务征管环境日益严峻的环境下，基金进行境外投资应密切关注国际税收动态，提升相应的税务管控能力，降低跨境投资的税务合规风险。

2、QDLP在境外适用税收协定的难点

QDLP作为在国内成立的有限合伙企业，在国内所得税制下并非纳税义务人，而是由其合伙人作为纳税义务人相应进行税务处理。QDLP难以以自身名义获得中国居民企业身份。在境外投资时，如境外国家的税制要求直接对QDLP征税，QDLP无法取得中国税收居民身份证明，可能对享受双边协定待遇产生障碍。

如境外国家直接对QDLP的中国合伙人征税，并允许以中国合伙人的居民身份享受协定待遇，那么合伙人层面的投资收益定性就成为关键问题。合伙人的投资收益可能被认定为通过合伙企业取得的营业利润。如将QDLP取得所得的性质穿透至合伙人，则可能涉及股息、利息或者资本利得等性质的收益。中国合伙人取得收益的定性，取决于QDLP对外投资东道国的税务政策及执行口径，以及相关税务协定对于不同类型所得的定义。不同的处理方式将影响中国合伙人在境外国家的税务处理以及可享受的协定待遇，进而影响合伙人的实际收益。

如海外投资项目涉及到境内人员向境外流动，例如中国基金管理人需安排员工至海外完成投资调研、收购谈判等，需要关注中方员工是否有可能在境外构成常设机构从而产生税务影响。因此，在派遣员工到境外执行投研工作时，需提前调研境外国家/地区本国以及与中国签订的税收协定中关于营业利润征税的标准、常设机构的类型和判定方法等，合理规划境外派遣及出差的安排，避免产生税务风险。另外，如涉及人员长期在境外工作的，还需要关注其在当地的个人所得税纳税义务及个人劳务相关的税收协定待遇。

3、QDLP 取得境外投资所得在中国税收抵免的问题

QDLP 作为有限合伙企业，其从境外取得的所得如在境外已缴纳他国所得税，能否用于抵免境内合伙人层面的所得税，以及可抵免外国企业的层级，在法规层面缺乏明确的规定，在实践中存在不确定性。

根据《企业所得税法》第二十三条的规定，“企业取得的下列所得已在境外缴纳的所得税税额，可以从其当期应纳税额中抵免，抵免限额为该项所得依照本法规定计算的应纳税额；超过抵免限额的部分，可以在以后五个年度内，用每年度抵免限额抵免当年应抵税额后的余额进行抵补：（一）居民企业来源于中国境外的应税所得”。

不确定性在于，QDLP 的境内法人合伙人通过合伙企业取得间接来源于境外投资的所得，是否属于上述居民企业来源于境外的所得。在实操层面，QDLP 在境外投资国的税法下，可能是以自身名义作为纳税人缴纳境外税款；而在中国税法下，QDLP 并非纳税主体，而是由境内合伙人缴纳所得税，将 QDLP 在国外的纳税记录用于抵免境内合伙人的所得税，从纳税对象、申报记录上均存在不匹配的问题，可能会引起质疑与挑战。

对于境外税收抵免的层级，根据《财政部、国家税务总局关于企业境外所得税收抵免有关问题的通知》（财税〔2009〕125 号）以及《关于完善企业境外所得税收抵免政策问题的通知》（财税〔2017〕84 号）等文件的规定，“企业在境外取得的股息所得可抵免境外所得税税额的层级，限于按照财税〔2009〕125 号文件第六条规定的持股方式确定的五层外国企业。即：第一层：企业直接持有 20% 以上股份的外国企业”。由于境内合伙人是通过 QDLP 持有外国企业的股权，是否可以将 QDLP 直接持有 20% 以上股份的外国企业作为第一层，法规并未明确，在实践中也有争议。

在境外投资国税法下合伙企业并非透明体的情况下（即外国对待合伙企业的纳税人身份处理方式与中国不同），税收抵免的可行性以及操作方式等问题该如何处理，均存在很多不确定性，实务中建议与主管税务机关进行充分沟通确认。

四、私募创投基金特殊关注事项

（一）创业投资企业的定义及创业投资企业税收优惠政策概览

近年来，我国逐步实施有限合伙制/公司制创业投资企业，对未上市的中小高新技术企业、初创科技型企业直接股权投资的所得税税收优惠政策。有限合伙制/公司制基金可以备案成为创业投资企业，以享受相应的企业所得税优惠政策。

对于有限合伙制创业投资企业 and 公司制创业投资企业享受税收优惠的主体条件要求，请见表 3-8。

表 3-8 有限合伙制创业投资企业和公司制创业投资企业享受税收优惠的主体条件要求

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
对有限合伙制创业投资企业的要求	有限合伙制创业投资企业是指依照《合伙企业法》、《创业投资企业管理暂行办法》和《外商投资创业投资企业管理规定》设立的 <u>专门从事</u> 创业投资活动的有限合伙企业。	应同时符合以下条件： 1. 在中国境内（不含港、澳、台地区）注册成立、实行查账征收的合伙创投企业，且不属于被投资初创科技型企业的发起人。 2. 符合《创业投资企业管理暂行办法》规定或者《私募投资基金监督管理暂行办法》关于创业投资基金的特别规定，按照上述规定完成备案且规范运作。 3. 投资后 2 年内，创业投资企业及其关联方持有被投资初创科技型企业的股权比例合计应低于 50%。 <u>仅限于通过向被投资初创科技型企业直接支付现金方式取得的股权投资</u>，不包括受让其他股东的存量股权。
对有限合伙制创业投资企业合伙人层面的要求	仅限法人合伙人，且法人合伙人是指依照《企业所得税法》及其实施条例以及相关规定，实行查账征收企业所得税的居民企业。	法人合伙人和自然人合伙人均可
对公司制创业投资企业	应同时符合以下条件： 1. 创业投资企业是指依照《创业投资企业管理暂行办法》（简称《暂行办法》）和《外商投资创业投资企业管理规定》在中华人民共和国境内设立的<u>专门从事</u>创业投资活动的企业或其他经济组织。 2. 经营范围符合《暂行办法》规定，且工商登记为“创业投资有限责任公司”、“创业投资股份有限公司”等专业性法人创业投资企业。 3. 按照《暂行办法》规定的条件和程序完成备案，经备案管理部门年度检查核实，投资运作符合《暂行办法》的有关规定。	同对有限合伙制创业投资企业的要求。

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
对投资标的的具体要求	未上市中小高新技术企业。其中，中小高新技术企业是指按照相关规定，通过高新技术企业认定，且符合职工人数不超过 500 人，年销售（营业）额不超过 2 亿元，资产总额不超过 2 亿元的条件。	初创科技型企业，具体应同时符合以下条件： 1. 在中国境内（不包括港、澳、台地区）注册成立、实行查账征收的居民企业。 2. 接受投资时，从业人数不超过 300 人，其中具有大学本科以上学历的从业人数不低于 30%；资产总额和年销售收入均不超过 5000 万元。 3. 接受投资时设立时间不超过 5 年（60 个月）。 4. 接受投资时以及接受投资后 2 年内未在境内外证券交易所上市。 5. 接受投资当年及下一纳税年度，研发费用总额占成本费用支出的比例不低于 20%。
政策依据	国税发〔2009〕87 号、财税〔2015〕116 号、国家税务总局公告 2015 年第 81 号	财税〔2018〕55 号、国家税务总局公告 2018 年第 43 号、财政部税务总局公告 2023 年第 17 号

创业投资企业的税收优惠政策主要有以下几种：

1、投资抵扣应纳税所得额政策

有限合伙制创业投资企业投资未上市的中小高新技术企业、初创科技型企业，所享受的税收优惠以及需要满足的条件和征管要求如表 3-9。

表 3-9 有限合伙制创业投资企业享受税收优惠的主要条件及征管要求

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
优惠政策	有限合伙制创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业满 2 年（24 个月）的，其法人合伙人可按照对未上市中小高新技术企业投资额的 70% 抵扣该法人合伙人从该有限合伙制创业投资企业分得的应纳税所得额，当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。	有限合伙制创业投资企业采取股权投资方式投资于初创科技型企业满 2 年（24 个月）的，其法人合伙人可按照对初创科技型企业投资额的 70% 抵扣该法人合伙人从该有限合伙制创业投资企业分得的应纳税所得额，当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
	投资额的确认： 1. 按照有限合伙制创业投资企业对中小高新技术企业的投资额(按实缴投资额)和合伙协议约定的法人合伙人占有限合伙制创业投资企业的出资比例(按实缴出资额)计算确定。 2. 限定在满足优惠条件的当年计算可抵扣的投资额，避免法人合伙人变动影响优惠政策的享受。企业应在年度汇算清缴时计算确定其对中小高新技术企业的投资额的 70%部分。 3. 有限合伙制创业投资企业应纳税所得额的确定及分配，按照《财政部 国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》相关规定执行。	投资额的确认： 1. 合伙创投企业的合伙人对初创科技型企业的投资额，按照合伙创投企业对初创科技型企业的实缴投资额和合伙协议约定的合伙人占合伙创投企业的出资比例计算确定。 2. 合伙人从合伙创投企业分得的所得，按照《财政部 国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》规定计算。
满 2 年限制	投资未上市中小高新技术企业：两个“2 年”限制： 1. 2015 年 10 月 1 日起，有限合伙制创业投资企业投资于未上市中小高新技术企业的实缴投资满 2 年。 2. 法人合伙人对该有限合伙制创业投资企业的实缴出资也应满 2 年。 例如，A 企业于 2022 年 10 月 2 日投资于某有限合伙制创业投资企业，该有限合伙制创业投资企业又于 2023 年 10 月 2 日投资于中小高新技术企业，至 2025 年 10 月 2 日该投资满 2 年，A 企业满足优惠政策条件。	投资初创科技型企业：仅一个“2 年”限制： 仅要求创业投资企业投资于初创科技型企业的实缴投资满 2 年，取消了对合伙人对该创投企业的实缴出资须满 2 年的要求，简化了政策条件。投资时间从初创科技型企业接受投资并完成工商变更登记之日起算。 例如，某合伙制创投企业于 2022 年 12 月投资初创科技型企业，合伙制创投企业的某个法人合伙人于 2023 年 1 月对该合伙制创投企业出资，2024 年 12 月，合伙创投企业投资初创科技型企业满 2 年时，该法人合伙人同样可享受税收优惠政策。
合并计算优惠	如果法人合伙人投资于多个符合条件的有限合伙制创业投资企业，可合并计算其可抵扣的投资额和应分得的应纳税所得额。当年不足抵扣的，可结转以后纳税年度继续抵扣；当年抵扣后有结余的，应按照企业所得税法的规定计算缴纳企业所得税。 补充说明：法人合伙人投资于多家有限合伙制创业投资企业，可以合并计算可抵扣的投资额和分得的应纳税所得额。这是考虑到法人合伙人可能会投资多家符合条件的有限合伙制创业投资企业，而有限合伙制创业投资企业的分	

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
	配可能会有所差别，有些会有应纳税所得额的分配，有些则没有 ⁶⁷ 。考虑到创业投资企业的投资活动本身具有一定的风险，有些项目可能永远没有回报，如果限定其可抵扣的投资额仅能抵减从其对应投资的创业投资企业分得的应纳税所得额，则会造成法人合伙人的可抵扣投资额无法完全得到抵减。采用合并计算有利于充分享受政策优惠。	
备查程序 要求 ⁶⁸	有限合伙制创业投资企业法人合伙人符合享受优惠条件的，应在企业汇算清缴时填报 A107030 抵扣应纳税所得额明细表，并按照《企业所得税优惠政策事项办理办法》中关于“投资于未上市的中小高新技术企业的有限合伙制创业投资企业法人合伙人按投资额的一定比例抵扣应纳税所得额”优惠事项的规定准备留存备查资料，具体如下： 1. 发展改革或证监部门出具的符合创业投资企业条件的年度证明材料。 2. 中小高新技术企业投资合同（协议）、章程、实际出资等相关材料。 3. 省、自治区、直辖市和计划单列市高新技术企业认定管理机构出具的中小高新技术企业有效的高新技术企业证书复印件（注明“与原件一致”，并加盖公章）。 4. 中小高新技术企业基本情况【包括企业职工人数、年销售（营业）额、资产总额、未上市等】说明。 5. 法人合伙人应纳税所得额抵扣情况明细表。 6. 有限合伙制创业投资企业法人合伙人应纳税所得额分配情况明细表。	有限合伙制创业投资企业法人合伙人符合享受优惠条件的，应在企业汇算清缴时填报 A107030 抵扣应纳税所得额明细表，并按照《企业所得税优惠政策事项办理办法》中关于“投资于种子期、初创期科技型企业的有限合伙制创业投资企业法人合伙人按投资额的一定比例抵扣应纳税所得额”优惠事项的规定准备留存备查资料，具体如下： 1. 发展改革或证监部门出具的符合创业投资企业条件的年度证明材料。 2. 初创科技型企业接受现金投资时的投资合同（协议）、章程、实际出资的相关证明材料。 3. 创业投资企业与其关联方持有初创科技型企业的股权比例的说明。 4. 被投资企业符合初创科技型企业条件的有关资料： （1）接受投资时从业人数、资产总额、年销售收入和大学本科以上学历的从业人数比例的情况说明； （2）接受投资时设立时间不超过 5 年的证明材料； （3）接受投资时以及接受投资后 2 年内未在境内外证券交易所上市情况说明； （4）接受投资当年及下一纳税年度研发费用总额占成本费用总额比例的情况说明。

⁶⁷ 国家税务总局关于《有限合伙制创业投资企业法人合伙人企业所得税有关问题的公告》的解读，<https://www.chinatax.gov.cn/n810341/n810760/c1919771/content.html>

⁶⁸ 备案程序性要求均摘自《企业所得税优惠政策事项办理办法》（国家税务总局公告 2018 年第 23 号）。税务实践中，具体征管的操作指引建议与主管税务机关进行确认。

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
		5. 法人合伙人投资于合伙创投企业的出资时间、出资金额、出资比例及分配比例的相关证明材料、合伙创投企业主管税务机关受理后的《合伙创投企业法人合伙人所得分配情况明细表》。

公司制创业投资企业投资未上市的中小高新技术企业、初创科技型企业，所享受的税收优惠以及需要满足的条件和征管要求如表 3-10。

表 3-10 公司制创业投资企业享受税收优惠的主要条件及征管要求

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
优惠政策	创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业/种子期、初创期科技型企业（以下简称初创科技型企业）2 年（24 个月）以上，可以按照其对中小高新技术企业/初创科技型企业投资额的 70%，在股权持有满 2 年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。	
备查程序要求⁶⁹	公司制创业投资企业法人股东符合享受优惠条件的，应在企业汇算清缴时填报 A107030 抵扣应纳税所得额明细表，并按照《企业所得税优惠政策事项办理办法》中关于“投资于未上市的中小高新技术企业的创业投资企业按投资额的一定比例抵扣应纳税所得额”优惠事项的规定准备留存备查资料，具体如下： 1. 发展改革或证监部门出具的符合创业投资企业条件的年度证明材料。 2. 中小高新技术企业投资合同（协议）、章程、实际出资等相关材料。 3. 由省、自治区、直辖市和计划单列市高新技术企业认定管理机构出具的中小高新技术企业有效的高新技术企业证书复印件（注明“与原件一致”，并加盖公章）。 4. 中小高新技术企业基本情况【包括企业职工人数、年销售（营业）额、	公司制创业投资企业法人股东符合享受优惠条件的，应在企业汇算清缴时填报 A107030 抵扣应纳税所得额明细表，并按照《企业所得税优惠政策事项办理办法》中关于“投资于种子期、初创期科技型企业的创业投资企业按投资额的一定比例抵扣应纳税所得额”优惠事项的规定准备留存备查资料，具体如下： 1. 发展改革或证监部门出具的符合创业投资企业条件的年度证明材料。 2. 初创科技型企业接受现金投资时的投资合同（协议）、章程、实际出资的相关证明材料。 3. 创业投资企业与其关联方持有初创科技型企业的股权比例的说明。 4. 被投资企业符合初创科技型企业条件的有关资料： （1）接受投资时从业人数、资产总额、

⁶⁹ 备案程序性要求均摘自国家税务总局公告 2018 年第 23 号。税务实践中，具体征管的指引建议与主管税务机关进行确认。

具体要求	投资未上市中小高新技术企业	投资初创科技型企业
	资产总额、未上市等】说明。	年销售收入和大学本科以上学历的从业人员比例的情况说明； (2) 接受投资时设立时间不超过 5 年的证明材料； (3) 接受投资时以及接受投资后 2 年内未在境内外证券交易所上市情况说明； (4) 研发费用总额占成本费用总额比例的情况说明。

2、合伙制创业投资企业个人合伙人核算方式选择政策

创业投资企业（含创投基金）可选择按单一投资基金核算或按创业投资企业年度所得整体核算两种方式之一，对其个人合伙人来源于创业投资企业的所得计算个人所得税应纳税额。选择按单一投资基金核算的，个人合伙人从该基金分得的股权转让所得和股息红利所得，按 20% 税率缴纳个人所得税；选择按年度所得整体核算的，个人合伙人从创投企业取得的所得，按“经营所得”项目、5%-35% 的超额累进税率计算缴纳个人所得税。两种核算方式各有利弊，基金应根据自身情况结合对未来项目收益的预测进行合理选择。

(二) 单一投资基金核算和年度所得整体核算

1、单一投资基金核算和年度所得整体核算的法规依据

关于单一投资基金核算，财政部税务总局国家发展改革委中国证监会公告 2023 年第 24 号第三条规定，“单一投资基金核算，是指单一投资基金（包括不以基金名义设立的创投企业）在一个纳税年度内从不同创业投资项目取得的股权转让所得和股息红利所得按下述方法分别核算纳税：（一）股权转让所得。单个投资项目的股权转让所得，按年度股权转让收入扣除对应股权原值和转让环节合理费用后的余额计算，股权原值和转让环节合理费用的确定方法，参照股权转让所得个人所得税有关政策规定执行；单一投资基金的股权转让所得，按一个纳税年度内不同投资项目的所得和损失相互抵减后的余额计算，余额大于或等于零的，即确认为该基金的年度股权转让所得；余额小于零的，该基金年度股权转让所得按零计算且不能跨年结转。个人合伙人按照其应从基金年度股权转让所得中分得的份额计算其应纳税额，并由创投企业在次年 3 月 31 日前代扣代缴个人所得税。如符合《财政部 税务总局关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》（财税〔2018〕55 号）规定条件的，创投企业个人合伙人可以按照被转让项目对应投资额的 70% 抵扣其应从基金年度股权转让所得中分得的份额后再计算其应纳税

额，当期不足抵扣的，不得向以后年度结转。（二）股息红利所得。单一投资基金的股息红利所得，以其来源于所投资项目分配的股息、红利收入以及其他固定收益类证券等收入的全额计算。个人合伙人按照其应从基金股息红利所得中分得的份额计算其应纳税额，并由创投企业按次代扣代缴个人所得税。（三）除前述可以扣除的成本、费用之外，单一投资基金发生的包括投资基金管理人的管理费和业绩报酬在内的其他支出，不得在核算时扣除。本条规定的单一投资基金核算方法仅适用于计算创投企业个人合伙人的应纳税额。”

关于年度所得整体核算，财政部税务总局国家发展改革委中国证监会公告 2023 年第 24 号第四条规定，“创投企业年度所得整体核算，是指将创投企业以每一纳税年度的收入总额减除成本、费用以及损失后，计算应分配给个人合伙人的所得。如符合财税〔2018〕55 号规定条件的，创投企业个人合伙人可以按照被转让项目对应投资额的 70% 抵扣其可以从创投企业应分得的经营所得后再计算其应纳税额。年度核算亏损的，准予按有关规定向以后年度结转。按照“经营所得”项目计税的个人合伙人，没有综合所得的，可依法减除基本减除费用、专项扣除、专项附加扣除以及国务院确定的其他扣除。从多处取得经营所得的，应汇总计算个人所得税，只减除一次上述费用和扣除。”

特别地，财政部税务总局国家发展改革委中国证监会公告 2023 年第 24 号对单一投资基金核算和年度所得整体核算的相关备案要求进一步予以明确：“五、创投企业选择按单一投资基金核算或按创投企业年度所得整体核算后，3 年内不能变更。六、创投企业选择按单一投资基金核算的，应当在按照本公告第一条规定完成备案的 30 日内，向主管税务机关进行核算方式备案；未按规定备案的，视同选择按创投企业年度所得整体核算。创投企业选择一种核算方式满 3 年需要调整的，应当在满 3 年的次年 1 月 31 日前，重新向主管税务机关备案。”

2、单一投资基金核算和年度所得整体核算的比较

单一投资基金核算和年度所得整体核算主要在以下方面存在差异：

- 税负方面：单一投资基金核算方法下，个人合伙人从基金股权转让所得中分得的份额适用税率为 20%；年度所得整体核算方法下，适用 5%-35% 的超额累进税率，其中超过 30 万元以上的部分适用 30-35% 的税率。因此，在个人合伙人全年应税所得低于 30 万元时，整体核算方法下的税率较低。
- 扣除项目：单一投资基金核算方法下除转让环节合理费用外，投资基金管理人的管理费和业绩报酬在内的其他支出均不得扣除，亏损不得结转；年度所得整体核算方法下可扣除各类成本、费用及损失，亏损还可以在五年内向以后年度结转。
- 投资抵扣优惠政策适用：单一投资基金核算方法下，满足优惠政策条件的投资

抵扣额限于当年从基金年度股权转让所得中分得的份额，不得向以后年度结转；而年度所得整体核算方法下，满足优惠政策条件的投资抵扣额可从应分得的经营所得中抵扣，不足抵扣的可结转到以后年度。

表 3-11 单一投资基金核算和年度所得整体核算差异总结

项目	单一投资基金核算	年度所得整体核算
股权转让所得、股息红利与其他类型收入	分开单独核算	较多观点认为股息红利仍应单独纳税，但实务中可能有不同意见 ⁷⁰
计算收益时扣除管理费	X	√
同一年度不同项目的盈利和亏损抵减	√	√
亏损结转至以后年度抵扣	X	√
财税〔2018〕55 号 ⁷¹ 税收优惠的适用性（如符合条件）	适用于取得的股权转让所得	适用于分得的经营所得
能否抵减基本费用和专项扣除等	X	√
个人合伙人适用个人所得税税率	20%	5%–35%

（三）税制创新

为进一步鼓励公司制创业投资企业的发展，北京中关村和上海市浦东新区分别对其示范区内企业进一步试行优惠政策。优惠政策旨在促进创投行业发展，个人投资者的重复征税问题得到一定缓解。

财税〔2020〕63 号第一条规定，“对示范区内公司型创业投资企业，转让持有 3 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例减半征收当年企业所得税；转让持有 5 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例免征当年企业所得税。上述两种情形下，

⁷⁰ 关于“年度所得整体核算的股息、红利所得是否也可按照国税函〔2001〕84 号的规定单独核算而适用 20% 的税率计算个人所得税”存在一定的不确定性。目前海南省（2023 年 8 月，https://hainan.chinatax.gov.cn/gzcy_2_4/29147660.html）、深圳市（2024 年 12 月，<https://shenzhen.chinatax.gov.cn/sztax/lyhf/202402/2fed7af745cd4fa58721b076e478b14c.shtml>）等地方税务局在其 12366 官方问答回复中明确，“创投企业可以选择按年度所得整体核算，也可选择单一核算方式。但其个人合伙人从创投企业取得的对外投资分回的利息或者股息、红利，仍应按照国税函〔2001〕84 号文件规定，单独作为投资者个人取得的利息、股息、红利所得，按“利息、股息、红利所得”应税项目计算缴纳个人所得税。”

⁷¹ 财税〔2018〕55 号：（一）公司制创业投资企业采取股权投资方式直接投资于种子期、初创期科技型企业（以下简称初创科技型企业）满 2 年（24 个月，下同）的，可以按照投资额的 70% 在股权持有满 2 年的当年抵扣该公司制创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。（二）有限合伙制创业投资企业（以下简称合伙创投企业）采取股权投资方式直接投资于初创科技型企业满 2 年的，该合伙创投企业的合伙人分别按以下方式处理：2. 个人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额的 70% 抵扣个人合伙人从合伙创投企业分得的经营所得；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。

应分别适用以下公式计算当年企业所得税免征额：（一）转让持有 3 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的：企业所得税免征额=年末个人股东持股比例×本年度企业所得税应纳税额÷2。（二）转让持有 5 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的：企业所得税免征额=年末个人股东持股比例×本年度企业所得税应纳税额。”第三条规定，“个人股东从公司型创业投资企业取得的股息红利，按照规定缴纳个人所得税。”

财税〔2021〕53 号第一条规定，“对上海市浦东新区特定区域内公司型创业投资企业，转让持有 3 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例减半征收当年企业所得税；转让持有 5 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的，按照年末个人股东持股比例免征当年企业所得税。上述两种情形下，应分别适用以下公式计算当年企业所得税免征额：（一）转让持有 3 年以上股份的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的：企业所得税免征额=年末个人股东持股比例×本年度企业所得税应纳税额÷2。（二）转让持有 5 年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过 50%的：企业所得税免征额=年末个人股东持股比例×本年度企业所得税应纳税额。”第三条规定，“个人股东从公司型创业投资企业取得的股息红利，按照规定缴纳个人所得税。”

五、母基金特殊关注事项

（一）母基金的基本架构

母基金（Fund of Funds，简称 FOF）是一种专门投资于其他基金的基金。其基本架构通常涉及到基金管理人、投资者、子基金等主体。从组织形式上看，合伙制形式的母基金较为常见，其税务问题也更为复杂。以下主要介绍合伙制母基金涉及的一些典型的特殊税务关注事项。

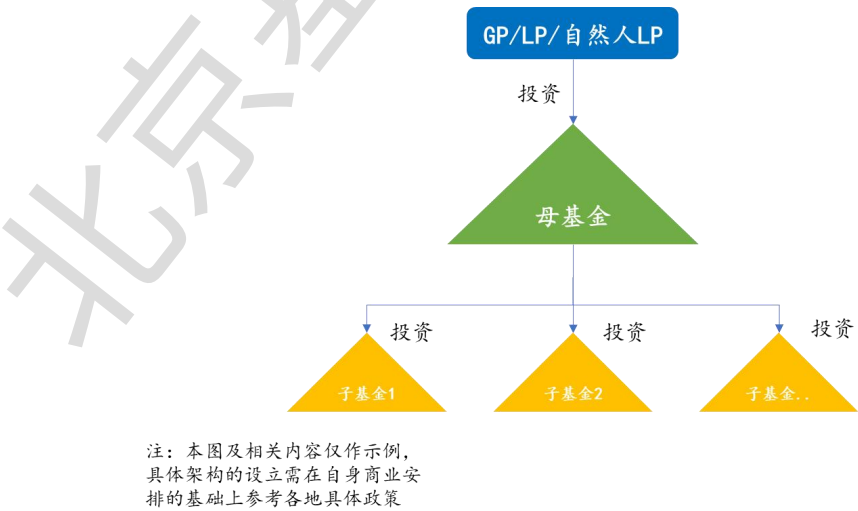


图 3-10 合伙制母基金常见架构示例

（二）多层嵌套合伙基金的税务问题

多层嵌套合伙基金是指母基金投资于子基金，子基金又投资于孙基金等多层结构的基金组合。这种结构导致税务处理较为复杂且存在一定的不确定性。以下讨论几个典型问题：

1、纳税主体的确定

根据财税〔2008〕159号，合伙企业以每一个合伙人为纳税义务人。合伙人是自然人的，缴纳个人所得税；合伙人是法人和其他组织的，缴纳企业所得税。即便合伙企业并未实际分配经营所得给合伙人，合伙人仍需按照先分后税原则就应分得的份额申报纳税。对于多层嵌套合伙基金，是否应按照同样原则，就底层基金的经营所得层层向上计算分配至顶层基金的法人或自然人合伙人，并由合伙人申报纳税？税务法规未针对这种情况具体明确。征管实践中，我们注意到较多税务机关持肯定态度。就具体案例，建议与主管税务机关咨询确认。

然而，由于多层嵌套下涉及多层级的基金管理机构，母基金合伙人如不能及时获得各层级子基金层面的应纳税所得额及各合伙人分配比例，可能难以实现及时合规的申报纳税。因此，投资母基金的合伙人以及母基金的管理人/普通合伙人需关注如何建立各层级基金的高效信息报送机制，以满足母基金合伙人的纳税合规需求。

2、纳税地点的确定

对自然人合伙人而言，根据财税〔2000〕91号第二十条：“投资者应向企业实际经营管理所在地主管税务机关申报缴纳个人所得税。投资者从合伙企业取得的生产经营所得，由合伙企业向企业实际经营管理所在地主管税务机关申报缴纳投资者应纳的个人所得税，并将个人所得税申报表抄送投资者。”因此，自然人合伙人取得的生产经营所得，应在合伙企业实际经营管理所在地申报缴纳个人所得税。在多层嵌套的母子基金架构下，自然人合伙人的应税所得，可能来自下层各子基金层面分配的经营所得，其应当在母基金所在地还是实际取得经营所得的子基金所在地申报纳税，上述法规并未作出具体规定。实务中，考虑到征管便利，较多观点认为自然人合伙人在其直接投资的合伙企业所在地申报纳税较为合理。

对法人合伙人而言，根据《企业所得税法》第五十条：“除税收法律、行政法规另有规定外，居民企业以企业登记注册地为纳税地点；但登记注册地在境外的，以实际管理机构所在地为纳税地点。”因此，法人合伙人从合伙企业应分配的所得，应当并入法人合伙人年度应纳税所得总额，在法人合伙人登记注册地申报缴纳企业所得税。多层嵌套的母子基金架构并不会影响法人合伙人的所得税纳税地点。

母基金税务征管实践中的困难在于母基金的主管税务机关可能不易掌握下层各子

基金的经营状况和应纳税所得额分配情况。我们注意到在实践中一些税务机关尝试通过征管协查等方式解决这个问题。

3、所得性质的确定

根据国税函〔2001〕84号，合伙企业对外投资分回的利息或者股息、红利，不并入企业的收入，而应单独作为投资者个人取得的利息、股利、红利所得，按“利息、股息、红利”所得。按照现行个人所得税制度，“利息、股利、红利所得”税率为20%。

多层嵌套下的母子基金复杂架构下，各层子基金取得的“利息、股利、红利所得”在按照“先分后税”原则对应纳税所得额进行分配并层层穿透至最上层的个人合伙人时，是否仍保持“利息、股利、红利所得”的性质而可单独按照20%税率纳税，实务中存在不同理解。具体项目中，母基金的个人合伙人可与主管税务机关咨询确认。

4、单一投资基金核算

在多层嵌套的母子基金复杂结构下，由于底层投资项目与顶层合伙人之间有超过一层的合伙制基金，单一投资基金核算政策的适用问题存在一些争议。例如：

- 选择单一投资基金核算的母基金通过子基金投资项目分回的股权转让收益，母基金的自然人合伙人能否按照20%计算缴纳个人所得税？
- 选择单一投资基金核算的子基金取得投资项目分回的股权转让收益，按照先分后税原则层层分配至母基金的自然人合伙人，能否按照20%计算缴纳个人所得税？

（三）基金份额转让（S交易）涉税问题

基金份额转让（Secondary Transaction，简称S交易）是指在基金存续期间，投资者将其持有的基金份额转让给其他投资者的交易行为。与单层基金架构不同，在母基金架构下，母基金可以通过转让子基金份额实现从子基金投资项目中退出。对母基金转让子基金份额，投资人的纳税义务受母基金的基金形式不同而有所差异。以下以最常见的合伙制母基金转让合伙制子基金份额为例进行介绍：

1、所得税

对合伙制母基金而言，因合伙企业遵循“先分后税”原则，应由合伙人根据自身性质就合伙企业的生产经营所得和其他所得分别缴纳所得税。母基金转让子基金取得的收益，应并入其应纳税所得额计算，并根据先分后税原则分配至母基金各合伙人缴纳企业所得税或个人所得税。如母基金当年整体为税务亏损，则不应将亏损分配至合伙人抵扣，但该亏损可以在母基金层面用于弥补未来五年内的应纳税所得额。

母基金合伙协议约定不同合伙人投资不同子基金的情形比较常见，这大大增加了税

务处理的复杂性。例如，对于转让不同子基金的收益或损失如何计算应分配给不同合伙人的应纳税所得额的具体方法，在实务中存在较大争议，是母基金管理人在实操中面临的难题之一。

需要注意的是，如在母基金转让子基金份额之前的期间，子基金层面的留存利润已按照先分后税原则分配并穿透至母基金合伙人申报纳税，在转让后该留存利润未来将实际分配给新的子基金合伙人的，母基金投资人在计算转让环节其应纳税所得额时，能否将此前已纳税的留存利润对应的应纳税所得额进行扣除，缺乏明确的法规规定，如不能扣除则可能造成重复纳税问题。实践中建议向主管税务机关咨询确认。

2、增值税

根据财税〔2016〕36号，转让金融商品需缴纳增值税。金融商品包括外汇、有价证券、非货物期货和基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品。上述法规未写明“基金”的法律形式。通常认为，转让契约制基金份额属于金融商品转让。转让未上市公司制基金股权，不涉及增值税。转让合伙制子基金份额是否属于“转让金融商品”在实践中存在不同看法，在实践中，母基金可向主管税务机关咨询确认。

3、印花税

根据《印花税法》，书立产权转移书据需缴纳0.05%的印花税。根据该法律所附《印花税法税目税率表》，产权转移书据包括股权转让书据。上述法规并未对股权转让书据做进一步解释，实务中可能存在不同看法。考虑到合伙制基金份额与公司股权虽然均具有权益性投资属性，但在法律形式上明显不同，较多观点认为转让合伙企业份额无需缴纳印花税，建议在具体交易前与主管税务机关确认相关处理。

第五节 增值赋能

私募基金管理人在投后管理中扮演着至关重要的角色，通过增值赋能工作，他们深度参与被投企业的关键环节，利用战略规划、资源整合等方式提升项目价值，从而提升企业的核心竞争力与市场地位，实现基金投资的价值最大化。以下是基金对被投企业增值赋能工作的具体内容：

首先，战略规划与市场拓展是企业成长的两个关键领域。在战略规划方面，基金管理人利用丰富的行业经验和专业知识，协助被投资企业制定长期发展战略和短期经营计划，确保企业的发展方向与市场趋势保持一致。在市场拓展方面，基金通过提供市场调研、竞争对手分析、目标客户定位等服务，帮助企业开拓新市场，提升市场份额。



图 3-11 增值赋能

其次，管理优化与人才培养是提升企业内部实力的重要途径。管理优化涉及基金管理人参与被投资企业的日常经营管理，提出改进建议，帮助企业优化内部管理流程，提高运营效率。人才培养则包括协助企业建立和完善人才培养体系，提供员工培训、人才引进等支持，以提升企业的整体管理水平。

接着，财务顾问与资本运作是企业财务健康和资本扩张的重要支撑。财务顾问方面，基金管理人根据被投企业的需要为其提供财务管理咨询，帮助企业建立规范的财务制度和内部控制体系，确保企业财务状况的健康稳定。资本运作方面，基金协助企业进行后续融资、兼并收购、企业上市及上市后资本市场运作等，为企业提供全方位的资本运作支持。

此外，技术支持与创新推动是企业持续发展的动力。技术支持针对科技型企业，基金管理人利用自身的技术资源和网络，为企业提供技术支持和创新推动，帮助企业提升产品竞争力和创新能力。创新推动则鼓励企业进行技术创新和模式创新，提供创新资源和平台支持，推动企业的可持续发展。

法律合规与风险管理是保障企业稳健运营的基石。法律合规为企业提供法律咨询和合规指导，确保企业的各项经营活动符合法律法规要求，降低法律风险。风险管理则协助企业建立风险管理体系，识别、评估和应对潜在风险，保障企业的稳健运营。

最后，资源整合与协同发展是提升企业竞争力的有效手段。资源整合利用基金的资源和网络优势，帮助企业整合产业链上下游资源，实现协同发展。协同发展推动被投资企业之间的合作与交流，共享资源和经验，形成协同效应，提升整体竞争力。通过这些增值赋能工作，私募基金管理人为被投企业的成长和成功提供了坚实的保障。

私募股权基金管理人的投后增值赋能工作，通过战略指导、管理优化、市场拓展、资源整合等全方位支持，不仅助力被投资企业提升运营效率和创新能力，加速其成长壮大，还促进了产业链上下游的协同发展，增强了实体经济的活力和竞争力。这一工作不仅为企业创造了直接的经济价值，更通过推动产业升级和经济发展，为实体经济注入了新的增长动力，实现了社会价值与经济效益的双重提升。

第六节 投后管理制度建设

我国私募基金行业发展迅速，投后管理制度虽已初见成效，但仍面临制度供给不足、专业化投后人才缺乏、制度无法实施落地等诸多挑战。这些挑战对于监管机构和市场主体而言无疑具有明显的负面影响。对于监管机构而言，相关制度的不足不仅造成监管真空，为不法分子监管套利带来可乘之机；也在一定程度上削弱了监管机构的公信力，降低了监管的科学性和有效性；对于私募基金管理人，前述挑战不仅降低了投后管理实施的质效、减少了私募基金的投资回报，更为私募基金管理人留下了风险隐患，使其面临被罚、被诉、被追责的法律风险。为了推动投后管理制度的完善和发展，本节将从现行的投后管理制度体系出发，为投后管理制度的建设提出具有操作性的建议。

一、投后管理制度体系概览

投后管理制度建设包含内外两个层面，外部制度是以外部法律法规、监管要求以及

行业规范为框架形成的一整套投后管理的红线和底线，内部制度则是在此基础上由私募基金管理人结合自身实际情况和行业发展现状完善形成的的内控制度。

（一）外部制度

外部制度涵盖法律法规、行政法规、部门规章以及行业自律规则等不同层级的规范性文件。外部制度不仅为私募基金管理人提供行为准则，也成为监管机关开展监管活动、司法机关进行裁判的重要依据，是私募基金管理人应当掌握的合规依据。

《中华人民共和国证券投资基金法》《中华人民共和国信托法》《中华人民共和国合伙企业法》《中华人民共和国民法典》《中华人民共和国公司法》等法律是最为基本、也是层级最高的法律渊源，构建出私募基金的投后管理基本的法律框架，为私募基金管理人工作的开展指明了方向；《私募投资基金监督管理条例》作为我国首部针对私募投资基金的行政法规，全面规范了私募基金的募集、投资、运作、信息披露及监督管理等环节，为投后管理提供了具体的法律支撑；《私募投资基金监督管理暂行办法》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《关于加强私募投资基金监管的若干规定》等部门规章及其他文件为投后管理的开展提供了更为具体的操作指引。除此之外，证监会等监管机构定期发布政策指引和通知，紧跟市场发展形势，帮助管理人快速应对市场变化，符合最新的监管要求。除监管机构的要求外，基金业协会也立足于自身的行业认知和行业经验，出台了《私募投资基金信息披露管理办法》《私募投资基金管理人内部控制指引》《私募投资基金信息披露管理办法》《关于加强私募基金信息报送自律管理与优化行业服务的通知》等多部行业自律规则，进一步提升全行业投后管理的规范化程度，提高管理水平。

（二）内部制度

根据《私募投资基金管理人内部控制指引》的规定，为了加强内部控制，促进合法合规、诚信经营，提高风险防范能力，私募基金管理人应当建立内部控制制度，具体包括但不限于：一是科学的风险评估制度，对内外部风险进行识别、评估和分析，及时防范和化解风险；二是建立从业务流程控制、授权控制、募集控制、财产分离、防范利益冲突、投资控制、托管控制、外包控制、信息系统控制和会计系统控制等具体方面的内部控制制度；三是建立信息披露制度，维护信息沟通渠道的畅通，保证披露信息的真实性、准确性、完整性和及时性。《内部控制指引》所提出的制度建设要求，仅是确保私募基金管理人的内部控制制度满足最低要求。各私募基金管理人仍应结合自身实际情况，提出更高的制度目标，构建更加完善的制度体系。内控制度的有效性和完备性不仅是应对监管的必要条件，也是私募基金健康发展的基础要求。

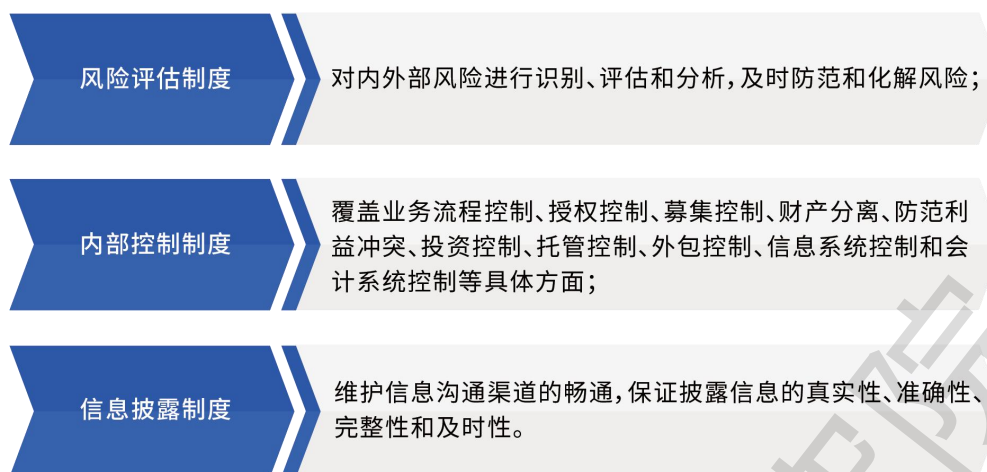


图 3-12 投后管理内部制度建设

二、投后管理制度建设建议

投后管理制度的建设是投资管理的核心环节。为了持续推进投后管理制度的不断完善和发展，本报告从宏观和微观两个角度提出以下建议。

（一）总体建议

投后管理制度的建设需紧密结合法律法规、政策体系与自律管理。通过明确法律合规边界，顺应政策导向，强化内部自律，确保投后管理工作的规范性、精准性与高效性，为投资价值的持续增长奠定坚实基础。

1、加强法律法规建设

加强法律法规建设是确保投后管理规范化的基石。一方面，需要推动法规的完善，积极推进相关法律法规的修订与完善，确立私募基金投后管理的法律地位，明确监管要求，为行业提供清晰的法律指引。另一方面，加大惩处力度也是必要的，通过提升违法违规行为的法律责任，对私募基金投后管理中的违规行为实施更严厉的惩处，以增强法律的威慑力。

2、完善监管政策体系

完善监管政策体系对于适应市场发展和监管新需求至关重要。一方面，需要持续推动政策的完善与更新，加强监管政策的制定和及时更新，确保监管政策的时效性和适应性。另一方面，促进监管协调与信息共享也是提升监管效率的关键，通过强化监管机构之间的协调和信息共享机制，形成监管合力，提高监管效率和效果。

3、强化行业自律管理

强化行业自律管理是提升行业自我管理水平的有效途径。一方面，需要发挥行业自

律组织的作用，推动行业自律规则的制定和有效实施，提升行业自我管理水平和。另一方面，推动行业自律检查与评估也是促进行业规范运作和健康发展的重要手段，通过加强行业自律检查和评估工作，通过定期的自我检查和评估，促进行业的规范运作和健康发展。通过这些措施，可以为投后管理提供一个更加坚实和有序的制度环境。

（二）投后管理制度规范化发展

为了进一步将内部投后管理制度建设落到实处，本报告将从整体的设计思路、职责分工以及控制要点等三个方面，具体论述内部投后管理制度应当如何完善。

关于投后管理的制度，证监会以及基金业协会并未发布专门的规则指引，私募基金更多是根据自己的实践经验进行总结。问卷调查结果表明，诸多私募基金机构认为投后管理缺乏标准化操作规范和标准化文件模板是其投后管理无法有效开展的重要原因。对此，本报告参照相关法律法规、结合私募基金机构的实践经验，总结出基金管理人投后管理制度的主要内容，以期为基金管理机构投后管理工作的开展提供操作指引。

1、投后管理制度的体系定位

从合规视角看，私募基金管理人的内控制度大致区分为三级：公司层级、部门层级以及部门内部的操作手册。考虑到投后管理制度关涉事项重大，其在投资全流程中的重要性不亚于投资决策、退出等关键环节；投后管理工作需要投资部、风控部、行政部等部门的协调配合；投后管理制度中涉及员工激励考核等内容将对员工权益产生实质性影响等因素，投后管理制度应定位为公司层级制度。这意味着投后管理制度应当履行更为严格的制定程序，制度内容应当与全公司的业务流程形成有效衔接。

2、投后管理制度制定与运行的总体思路

投后管理制度的设计应当以合规义务为基础，以职责分工为线索，以奖惩机制为机制。具体而言，在制定投后管理制度时，应当包括以下几个步骤：

一是梳理投后管理的合规义务。合规义务既包括外部的法律法规，也包括公司的自觉要求及承诺。由于目前并没有专门针对私募基金投后管理的专门制度，但是其中所涉及到的信息披露、风险控制等关键事项散见于现行有效的法律法规中，该部分法律法规可以直接作为合规依据；同时，投后管理与贷后管理均涉及对于资金流向、交易对手方资信状况的审查等事项，具有相似性，故管理人可以根据实际情况对合规义务进行进一步充实和完善。除此之外，鼓励各管理人结合自身实际情况，制定更高的工作标准，以促进私募基金行业向高质量的投后管理水平发展。

二是将合规义务有机融合到工作流程与岗位职责中。“徒法不足以自行”，唯有将合规义务合理嵌入到业务流程中，落实到岗位职责中，投后管理工作才能不沦为具文，成为活的制度。具体而言，一是管理人在全面、系统梳理现有工作流程的基础上，根据合

规要求，优先将合规义务融入到现有的业务流程中；在无法融合的情况下，考虑制定新的业务流程；二是梳理岗位职责，明确不同岗位的具体职责，根据岗位职责的相容性以及岗位的工作量，优先考虑将合适的合规职责融入到已有的岗位上；在无法融合的情况下，考虑增设新的工作岗位处理合规事务。

三是定期就制度的落实情况检验。调研结果显示，很多私募基金机构并不缺少投后管理制度，而是没有实际执行投后管理制度或未有效执行。一旦制度无法得到有效执行，制度就将形同虚设。为了确保制度能够掌握制度执行的真实情况，管理人应当定期监测制度的运行情况，通过穿行测试、第三方调查、文件审核等方式识别和评估制度运行中存在的问题。

四是进行持续更新和评估。考虑到市场经济环境瞬息万变，监管政策不会一成不变，管理人自身的发展情况也处于持续的动态变化中等因素，管理人有必要时刻保持对于市场、监管的变化，结合自身实际情况，对现有的投后管理制度进行更新和完善。

3、投后管理的职责分工

投后管理制度作为公司层级制度，建议由投资部门牵头，统筹协调法务部门、财务部门、行政部门、人力部门以及信息技术部门开展各项工作。具体而言，在关于信息披露与报送，考虑到信息审核与信息收集存在“监督与被监督”的关系，建议将这两项工作内容分配给不同部门的工作人员。信息收集考虑由行政部门配合投资部完成，但信息审核工作仍应由投资部门和法务部门完成。关于风险控制，该项工作是投后管理中的核心，专业性较强，工作量较大，且与投前部门的投资行为存在一定的利益冲突。因此，该项工作建议由法务部门牵头完成。同时，考虑到投资部门对于被投企业的情况以及相关人士较为熟悉，故可由投资部门提供协助和配合。若涉及到现场调查、沟通联络等事务性工作，可由行政部门配合完成。关于增值赋能，因该项工作涉及到资源的匹配与输出，建议由投资部门与财务部门协作配合完成。关于绩效考核，建议由人力部门作为绩效考核的实施主体，负责制定绩效考核的制度，并负责协调各部门对投后管理所涉工作人员的工作进行考核。由于投后管理逐渐趋向数智化，为提高投后管理的工作效率，信息技术部门应当提供专业的技术支持。

4、投后管理制度的设计建议

投后管理制度应当包括信息披露与信息报送、风险控制、增值赋能、绩效考核共计四大模块。本报告将结合关键节点控制、授权管理、不相容职务分离等常用的合规方法简要介绍各模块制度设计的要点。



图 3-13 投后管理内部制度设计建议

(1) 信息披露与报送

信息披露与报送的主要目的在于保障投资者的知情权和为监管机构的监管提供便利。信息披露与报送的要求是按时披露/报送、报送的信息真实、完整和准确。私募基金管理人可以结合自身情况，制定《信息披露和信息报送制度》《信息披露内容与格式指引》《信息披露报送常见问题解答》等制度。相关制度中的关键环节控制涉及信息收集、信息审核和信息发布。如图所示：

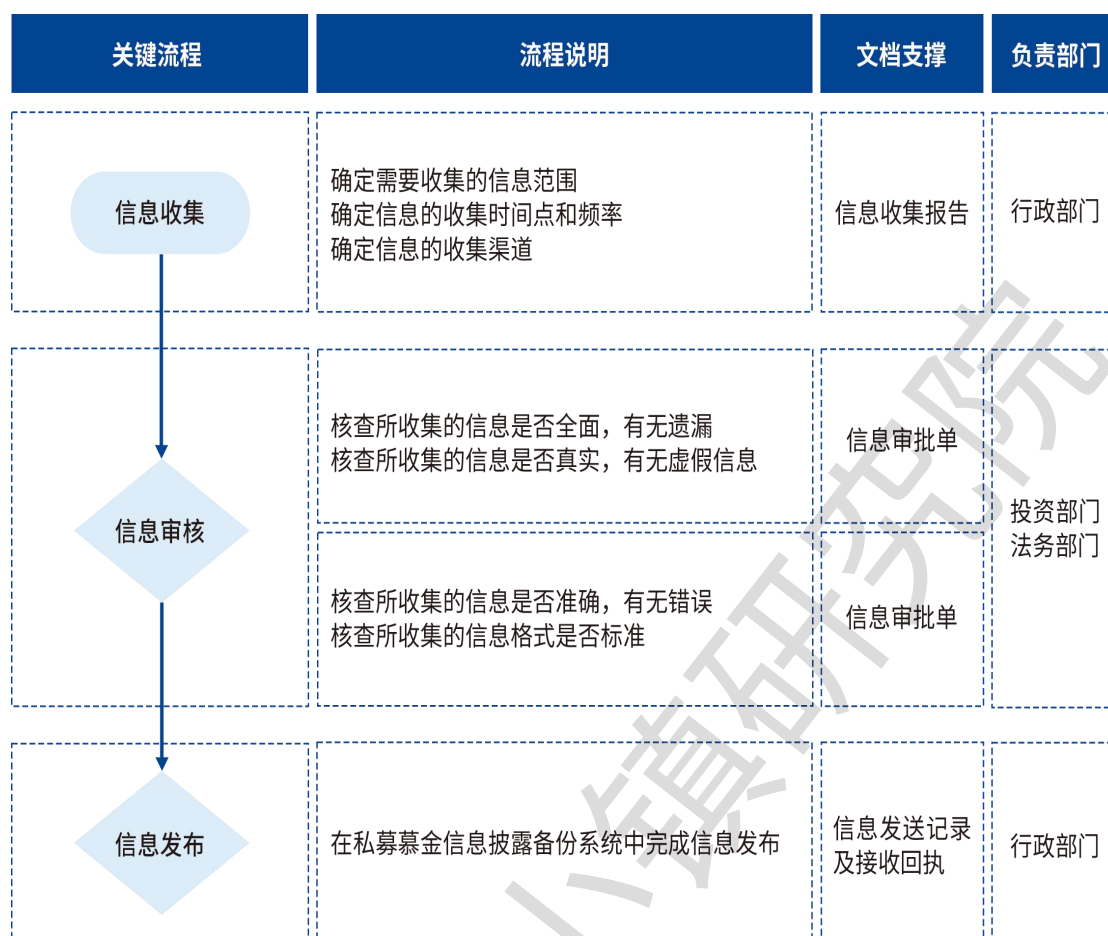


图 3-14 信息披露与报送业务流程

(2) 风险控制

风险控制的作用在于通过识别和评估风险，促进管理人及时采取风险控制措施，及时止损。因此，风险控制部分的要求尽可能全面、完整地发现所存在的潜在和隐藏风险，同时在风险发生后能够及时上报。私募基金管理人可以结合自身情况，制定《风险识别管理办法》《风险评估与应对管理办法》《常见风险信号一览表》等内控制度。风险控制工作涉及到的关键环节包括风险识别、风险评估与风险应对。如图所示：

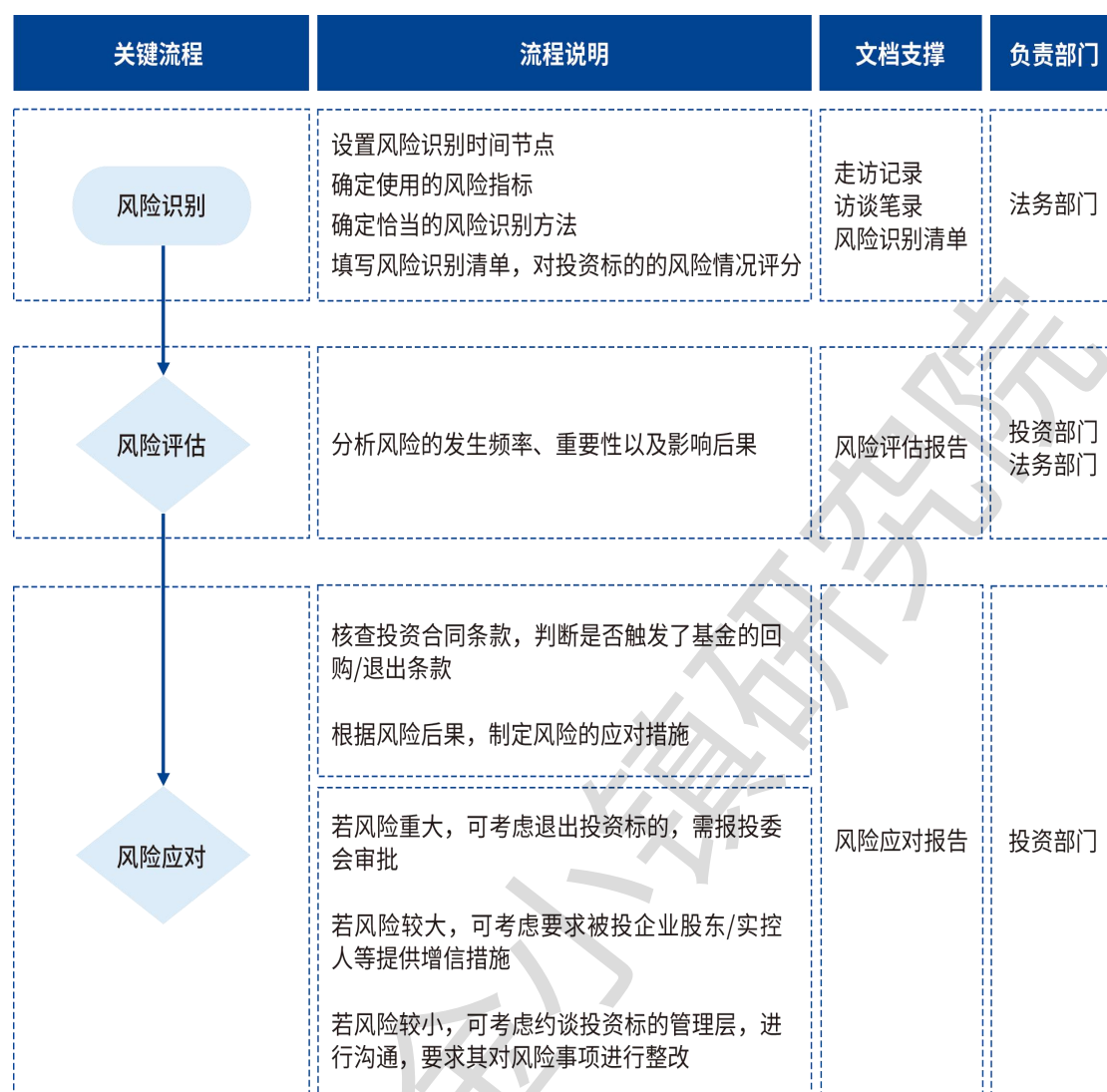


图 3-15 风险控制业务流程

(3) 增值赋能

增值赋能的作用在于协助投资标的的经营发展，其在投后管理中的作用越来越大。私募基金管理人可将自身优势与被投资企业实际需求进行匹配，为被投资企业提供针对性、个性化的赋能。建议私募基金管理人围绕增值赋能建立《业务资源对接办法》《企业发展规划指引》《社会关系赋能办法》《人力支持计划》等制度。增值赋能工作开展过程中，应当特别注意调研需求与赋能措施两个关键环节，通过合理控制两个环节中的关键节点，增值赋能工作的精确性和效率可以得到提高。如图所示：

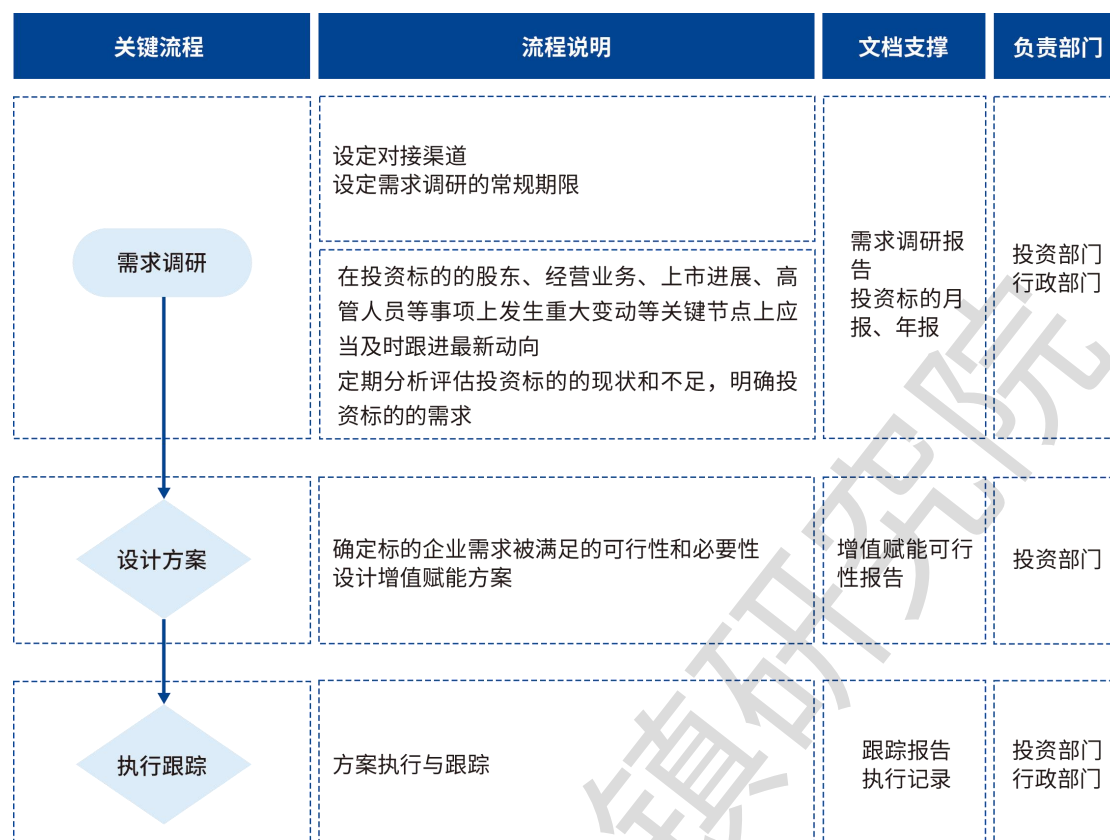


图 3-16 增值赋能业务流程

(4) 绩效考核

前述各项内容已经将投后管理工作中的主要工作内容融入到工作职责中,为了进一步督促工作人员能够落实岗位职责,建议设置相应的绩效考核机制,提高工作人员的工作积极性。

• 考核主体

为实现考核的真实性和客观性,建议由人力部门和相关部门管理层成员共同进行考核,最终的分值由人力部门和业务部门的评分共同构成。

• 考核指标与激励措施

表 3-12 各项业务绩效指标

工作内容	绩效指标
信息披露与报送	信息收集的及时性、准确性和真实性 信息审核的及时性、准确性 信息发布的及时性、完整性

未完成上述工作，将被减分
采用合理手段提高工作效率，可被加分

风险控制	所发现风险的个数、重大性、及时性 风险处置的措施的及时性、合理性、有效性
------	---

未发现风险、遗漏风险或未及时发现风险将被减分
通过有效识别风险和采取风险控制措施，为公司挽回重大损失的，可被加分

增值赋能	所采取的增值赋能措施的有效性
------	----------------

若通过采取措施为投资标的带来显著积极影响时，可被加分

5、投后管理的信息化

在当今数字化时代，信息技术的应用已经成为投后管理不可或缺的一部分。通过采用先进的信息技术手段，管理人能够实现对投资项目的高效管理和监控，从而提高投资回报率并降低风险。具体而言，投后管理中常见的信息技术策略包括以下方面：

(1) 数字化管理系统

全面的数字化管理系统能够整合募资、投资、管理和退出等多个环节，为投资人员和中台提供强大的支持。

经公开信息查询，市场上常见的数字化管理系统及特点如下：

表 3-13 主要数字化管理系统

系统名称	系统特点
普华永道 DSAI 投资管理系统	实现了募、投、管、退全流程的无缝衔接，满足项目投前投后的全生命周期管理，并提供全面的专业服务支持。
eFront Invest	这是一个持续更新迭代的投资管理系统，它支持复杂业务场景，涵盖 PE/VC 及 FOF 募资、投资、投后管理、基金运营等全生命周期业务场景。

系统名称	系统特点
帝隆科技 PE/股权投资管理系统	专为 PE/股权投资管理设计，支持投资项目的全流程管理。
PEPM 投资管理软件	管理从潜在项目到投资项目跟进再到业务分析的全流程，同时帮助投资管理者随时掌握团队项目进展、行为以及团队业绩分析等。

(2) 数据智能分析工具

管理人可以利用数据智能分析工具，自动从多个来源收集和分析数据，包括工商信息、司法记录和公共舆论等。这些数据的标准化处理和分析能够为投资决策提供坚实的科学依据，同时降低数据处理的复杂性和难度。

(3) 数据可视化技术

通过数据可视化，管理人可以将复杂的数据转化为直观的图表和图形，使得管理层、合作伙伴和有限合伙人（LP）能够迅速把握基金的运营状况和优势。这种宏观的视角有助于管理人及时调整策略，以应对市场变化。

(4) 投后编制模型

在投后数据管理方面，管理人可以构建线上的投后编制模型，细化数据上报流程，提高数据管理的效率和质量。通过构建这样的体系，管理人能够及时发现问题并进行优化，同时加强与被投资企业之间的沟通和协调。

(5) 行业分工和持续跟踪

管理人可以按照行业分工，对基金关注的行业进行深入研究和持续跟踪，分配专门的团队成员负责特定行业赛道。这样的分工有助于管理人更早地识别风险，并为被投资企业提供更专业的服务。

(6) 与市场化机构合作

通过加强与市场化机构的合作，管理人可以了解行业的最新动态，提高行业研究和判断能力。同时，与 S 基金的联动也很重要，这有助于管理人为未来的基金退出寻找合适的交易对手。

综上所述，通过运用信息技术手段，管理人能够实现对投资项目的高效管理和监控，提升管理质量，降低风险，并为被投资企业提供更有力的支持。这不仅有助于提高投资回报率，也是管理人在竞争激烈的市场中保持竞争力的关键。

第七节 战略性新兴产业投资基金投后管理特殊关注事项

随着全球经济的不断变化和技术的不断进步，许多传统产业面临着转型升级的压力，这其中蕴含着大量的投资机会。自改革开放以来，我国经济发展始终伴随着产业转型与升级的需求，产业基金由此应运而生。产业基金专注于投资具有高增长潜力的新兴产业和企业，旨在推动产业转型与升级，促进经济结构的优化和升级。通过资本与产业的深度融合，产业基金不仅激发了市场活力，还显著提升了产业竞争力，为经济社会可持续发展注入了强劲动力。特别是专注于特定产业领域的私募股权产业基金，通过投资和培育高成长潜力的企业，为其提供长期资本支持和专业管理咨询，助力企业快速成长，加速实现产业转型与升级。根据 2024 年 7 月 18 日中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议通过的《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》，战略性新兴产业主要包括新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等领域。

本节将重点分析战略性新兴产业领域的私募基金分别在其投后管理中的不同工作内容，以及管理人在各类新兴产业投后管理环节中的重点关注事项，充分说明投后管理工作对于产业基金的价值。

一、新一代信息技术产业

随着产业规模的不断扩大，新一代信息技术产业位居战略性新兴产业之首，是数字经济的关键支撑和核心引擎。新一代信息技术产业不仅包括了宽带网络基础设施的建设，还涵盖了移动通信技术的革新、下一代互联网核心设备与智能终端的研发，以及物联网、云计算等前沿技术的探索应用。得益于国家层面的战略扶持和政策激励，以及市场需求的持续推动，该产业近年来呈现出强劲的增长势头。在投资领域，新一代信息技术产业因其巨大的发展潜力和国家战略的重视，成为金融机构争相布局的热点。专注于投资信息技术产业的私募股权基金通常对该领域有深入的了解和研究，能够精准把握行业发展趋势和投资机会，积极支持信息技术产业的创新和发展，为初创企业、成长型企业提供必要的资金和资源支持，推动产业升级和转型。

作为知识和技术密集型行业，新一代信息技术以创新为行业发展主要驱动力，具有成长性好、盈利波动大、技术附加值高、营运能力作用突出等特点。在投资阶段，基于该行业具有创新和快速发展、高风险高回报和知识密集与人才密集的特点，私募股权机构针对这类型投资标的将更多关注其知识产权保护、数据合规、核心人员及企业所持各类许可证、资质、供应入库许可等问题。在投后管理方面，关注的重点应包括以下内容：

监控管理动态风险：

新一代信息技术行业最终产品的主要服务场景，决定了该行业的景气度易受宏观经济波动影响，同时技术本身具有的不确定性也加大了经营的不稳定性。就最大化投资收益的管理目标而言，私募基金管理人需建立一套动态的风险评估体系，重点关注对全球政治经济趋势的监测、技术迭代速度和市场接受新技术的程度进行实时评估。同时，还需密切关注行业法规和标准的变化，遵循国家政策导向，确保投资项目的合规性与可持续性。

密切监控研发投入：

作为创新驱动型行业，信息技术行业的技术附加值大，研发支出是企业保持竞争力的关键。私募基金管理人在投后管理过程中，应密切关注和监控被投企业的资金走向，确保有足额资金投入企业的研发工作和技术人才培养工作中，确保企业能够持续推动技术创新和产品升级，避免资金被挪作他用。

积极保护知识产权：

在以技术为核心竞争力的前提下，我国信息技术行业无形资产占总资产比例与发达国家水平相差较大。专利申报周期长，保护周期短，专利申报与维护的高昂费用以及维权困难等，都构成了阻碍企业创新的因素。从被投企业的长期发展来看，私募基金管理人应关注对企业创新成果的知识产权保护，积极协助企业构建和维护其知识产权体系。这不仅包括专利申请和维护，还包括制定知识产权战略，以提升企业创新的动力和行业竞争力。

管理优化营运资金：

数据显示，新一代信息技术行业营运资金占用较大，流动性压力可能较为普遍，营运安全的重要性高。考虑到行业的产品迭代速率及生命周期长度具有很大的不确定性，快速周转和营运保障对于被投企业尤为关键。私募基金管理人应重点关注企业的现金流健康和营运效率。这涉及到库存管理、应收账款回收和成本控制等多个方面，以降低企业的运营风险并提高资金使用效率。

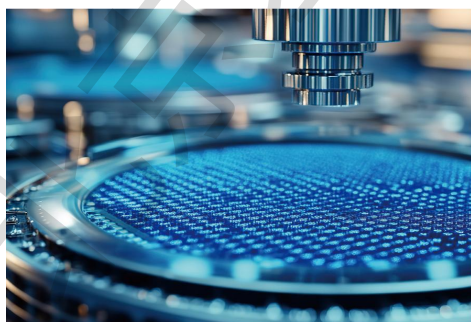


图 3-17 新一代信息技术产业投后管理特殊关注事项

二、人工智能产业

2022 年，以 ChatGPT 为代表的 Transformer 架构大模型技术的出现引发了新一代人

工智能浪潮，生成式人工智能技术成为科技新宠。自 2016 年起，人工智能行业持续得到重要政策支持，大量风险投资涌入，推动行业快速增长。随着人工智能技术在智能制造、智慧城市等领域的成熟应用，人工智能企业融资需求大幅增加，人工智能领域的投资热度持续性高涨。

人工智能行业具有技术驱动与创新密集、高研发投入、数据驱动及隐私保护的特点，在投资阶段，专注于投资人工智能领域的私募基金管理人更关注技术创新能力、数据资源以及商业化和变现能力。技术创新是大模型公司核心竞争力的重要体现，它直接影响到产品的性能和市场竞争力；数据的质量和数量直接影响 AI 模型的性能；商业变现能力差是诸多 AI 公司失败的关键原因。因此，进入投后管理阶段，对于管理人而言，通过投后管理尽早发现被投资企业风险以及及时退出止损或力挽狂澜帮助企业起死回生就显得尤为重要。私募基金管理人在投后管理方面应注意以下几个关键点：

监控管理资金投入：

充足的资金投入是推动技术创新的基础。多模态企业平均研发投入远超其他类型企业，管理人需要对被投企业的资金用途进行监控，确保研发投入占比，避免资金被挪作他用。主要的方式包括：一是做好账户监控：核查已开立的全部账户是否全部在监控范围内，监控账户内资金流向，确保不存在未经许可的情况下存在新开账户和账户注销；二是对资金支出进行监控，管理人可关注每年的科研预算、测算、资金使用计划及项目进度，避免实际的研发投入成本与各类合同约定存在较大偏差；对资金支出的真实性进行复核，复核款项所需的合同以及相关凭证。

考察管理研发团队：

拥有高素质的研发团队，具备职业知识和创新能力，是实现技术创新的核心。因此，管理人需要近距离考察核心技术团队的持续创新能力，例如，发明专利数量、一定时间内的成果产出等，以及核心技术团队的道德风险，如核心技术团队是否存在进行关联交易、窃取公司商业秘密、知识产权、同时受雇于其他公司的情形。在投后管理中，应密切关注核心技术团队的不当/不法行为及核心团队的变化（包括投资时所述的股权激励的实施情况）。

规避防范数据侵权：

海量数据是AI技术发展的核心要素，包括可以免费获取的纯数据、受保护数据（个人信息或作品）以及两者的混合。由于数据来源复杂，数据所涉及的权利客体也较为多元，主要包括《个人信息保护法》第四章所规定的各项个人信息权益、《民法典》第1032条所规定的隐私权、《著作权法》第10条所规定的各类知识产权、《数据安全法》和《国家安全法》中所涉及的“数据安全”和“国家安全”、以及模型对使用者输入的公司商业秘密进行存储并有可能对其他使用者进行泄露从而造成的商业秘密侵权等。目前来看，涉及到以上权利客体的诉讼尚在进行中。

为避免或减小侵权风险，在数据输入层面，管理人应有意识地关注被投资企业使用的数据集是否取得了相关主体的许可和授权、严格遵守数据安全与隐私保护法规。在数据输出层面，管理人可关注以下几个方面：一是检查被投资企业是否就输出内容的知识产权权利归属进行了约定；二是被投资企业是否对输出内容建立了审查机制，以避免不当、不法内容的输出；三是被投资企业在合成某个人的声音或肖像前是否取得了当事人必要的同意和许可，最后，还应关注被投资企业是否建立了完善的数据泄露应急响应机制，以应对潜在的数据安全事件。

评估改进商业模式：

各类高科技企业在商业化方面均可能存在一定短板，如果企业在运营过程中未能及时探索并确立起切实有效的商业模式，极有可能导致当次投资失败。投资行为完成后，管理人应当审视评估被投标的商业模式是否可行，包括收入来源、成本结构、盈利模式等方面，确保商业模式能够有效支持企业的长期发展和商业化变现。以及管理人应保持对投资标的盈利能力的持续且全面的评估，包括历史财务数据、未来盈利预测等方面。

针对被投标的可能存在的商业运营能力的缺乏，如管理团队的构建储备和市场伙伴的拓展维护等方面，管理人可以从资本市场的全局角度给予人才介绍、对接合作伙伴资源、构建生态网络等协助和支持。

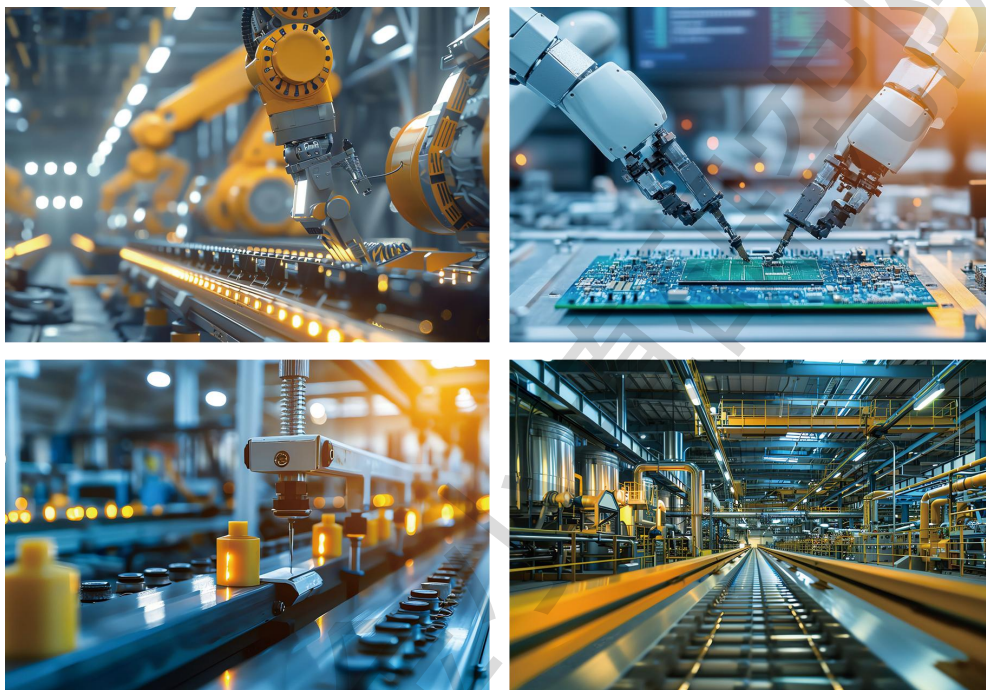


图 3-18 人工智能产业投后管理特殊关注事项

三、航空航天产业

在全球科技竞争与国防建设的关键领域中，航空航天产业占据着举足轻重的地位，其发展水平已然成为衡量一个国家综合国力与科技实力的核心标志之一。近年来，伴随世界各国对太空探索的持续深入、航空运输需求的稳步增长以及军事现代化进程的加速推进，航空航天产业迎来了前所未有的发展契机，呈现出蓬勃向上的发展态势。

该产业具有技术高度密集、资金投入巨大、研发周期漫长、风险系数高以及产业关联广泛等显著特点。在投资阶段，私募基金往往会着重考量企业的核心技术研发实力，如航空发动机、航天飞行器设计制造等关键技术的自主知识产权持有情况；关注企业在航空航天领域所积累的丰富项目经验与成功案例，以此判断其技术可靠性与稳定性；高度重视企业是否拥有完备且先进的生产制造设施与质量管控体系，确保产品符合严苛的行业标准；同时，也会深入分析企业所处的产业链位置与上下游合作紧密程度，评估其

供应链的安全性与稳定性。进入投后管理阶段，私募基金管理人需从多维度开展工作：

技术研发与创新监管：

紧密跟踪被投企业的技术研发进程，针对新型航空材料研发、飞行器性能优化、航天系统集成等关键技术创新项目，建立定期评估机制。与企业技术团队保持高频次沟通交流，深入了解研发过程中遭遇的技术瓶颈与难题，凭借自身资源优势，协助企业引入外部专业技术支持或开展产学研合作项目，助力企业攻克技术难关，确保技术研发工作按预定计划有序推进，维持企业在技术领域的领先地位，增强其核心竞争力。

项目进度与质量把控：

航空航天项目通常具有严格的时间节点与质量标准要求。管理人应密切监控被投企业承担的各类项目进度，依据项目合同与里程碑计划，对项目关键阶段的完成情况进行细致核查。同时，强化对项目质量的全程监督，督促企业严格遵循国际航空航天标准以及相关行业规范，落实质量检测与认证工作。针对可能影响项目进度与质量的风险因素，如原材料供应延迟、技术变更、不可抗力等，提前制定应对预案，确保项目能够按时、高质量交付，有效降低项目延期或质量缺陷所引发的风险与损失。

供应链稳定性维护：

鉴于航空航天产业供应链的复杂性与重要性，管理人需协助企业构建稳固且高效的供应链体系。对企业的原材料供应商、零部件制造商以及关键设备供应商进行全面梳理与深度评估，密切关注供应商的生产经营状况、财务健康程度以及技术升级能力。推动企业与核心供应商建立长期战略合作伙伴关系，签订供应保障协议，确保原材料与零部件的稳定供应，防范因供应链中断对企业生产运营造成的严重冲击。此外，积极协助企业拓展供应渠道，引入优质供应商资源，优化供应链结构，增强供应链的韧性与抗风险能力。

合规性与安全管理强化：

航空航天产业受到严格的国际条约、国内法律法规以及军事安全规定的约束。管理人务必确保被投企业在运营过程中严格遵守出口管制法规、航空航天安全标准、保密制度等各项法律规定与行业准则。协助企业建立健全内部合规管理体系，开展常态化的合规培训与教育活动，提升企业员工的合规意识与风险防范能力。同时，高度关注企业在信息安全、数据保护、产品安全等方面的管理措施与执行情况，加强对企业安全管理体系的监督与审计，确保企业运营合法合规、安全可靠，避免因违规行为引发的法律责任与声誉损失。

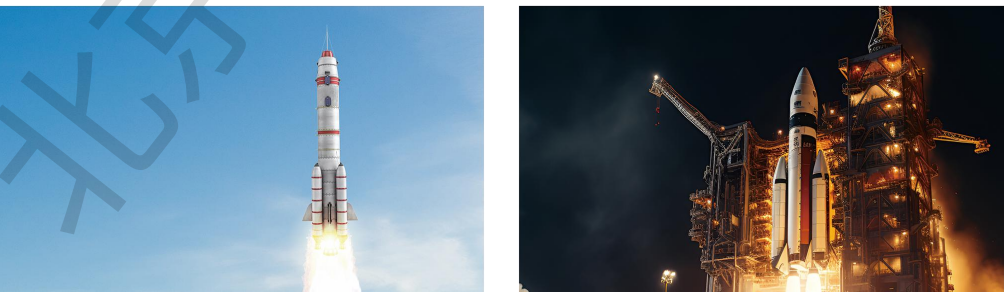


图 3-19 航空航天产业投后管理特殊关注事项

四、新能源产业

在全球能源转型和可持续发展的浪潮中，新能源行业作为推动绿色经济发展的关键力量，正迎来前所未有的发展机遇和挑战。新能源是指传统能源之外的各种能源形式，包括太阳能、地热能、风能、海洋能、生物质能和核聚变能等。中国新能源行业作为国家能源战略不可或缺的一部分迅速发展壮大，在“十四五”规划纲要的引领下，新能源产业更是被赋予了战略性新兴产业的地位。光伏、风电、氢能、生物能等细分领域，在过去5至10年间，均呈现出高速发展的良好态势，电动汽车和储能技术也在蓬勃发展。新技术的成熟和应用，以及各级政府政策支持的不断加强，将进一步为新能源产业的快速增长奠定坚实基础。

新能源产业的独特性在于其技术迭代迅速、市场竞争激烈、高度依赖政策支持、产业链复杂且对环境与社会责任有着特殊要求。投资该产业的私募基金在进行投资时应当重点关注的问题包括企业持有的各项资产的合法合规性、新能源企业运营所需各项资质许可的完备，技术的合法有效与知识产权保护，政策变化对投资的影响，企业后续融资及资金监管与使用机制等方面。针对新能源产业的独特性与挑战，私募基金管理人应采取以下深度策略以优化投后管理：

监控评估技术创新：

新能源产业的技术迭代迅速，私募基金管理人需密切关注被投资企业的技术发展和创新能力，评估技术领先性和市场竞争力，以及技术迭代对企业未来发展的影响。管理人应定时评估这些因素对被投资企业的影响，并提供相应的战略调整建议。

密切跟踪政策合规：

新能源产业高度依赖政策支持，管理人需要深入分析和预测国家及地方政策变化，如补贴政策、碳排放交易机制、绿色能源配额制等，以确保被投资企业能够及时适应政策变动，抓住政策红利。同时，管理人应关注政策环境对新能源产业的影响，包括产业政策风险和行业标准风险。针对投资协议及尽调中发现的各类合规问题，基金管理人应当将其列入投后管理的逐项消缺清单，定期跟踪其执行及完善情况，必要时采取协议约定的规制工具，确保被投资企业在履行协议的过程中遵守相关法律法规和行业标准，避免出现合规性风险。

分析制定市场策略：

管理人应深入分析新能源市场的竞争格局，包括市场份额、竞争者动态、价格趋势等，关注区域竞争和企业竞争格局，帮助被投资企业制定有效的市场进入和扩张策略。鉴于新能源产业在原料资源供给端的脆弱性，管理人应关注供应链整合方面的挑战，定期评估和监控被投企业的供应链风险，特别是关键原材料的供应情况，以及境外资源分布和生产的高度集中带来的地缘政治风险。

督促提高ESG表现：

新能源产业对ESG有着特殊的要求，这不仅有助于提升企业形象，也是吸引投资者和满足监管要求的关键。管理人应推动被投资企业在环境保护、社会责任和公司治理方面的表现，应关注企业在ESG方面的表现，包括优化能源结构、提高能源利用效率、推进能源清洁低碳高效利用等方面，以利被投资企业价值增值、确保投资及时稳健退出。



图 3-20 新能源产业投后管理特殊关注事项

五、新材料产业

随着新能源汽车、5G 通信、航空航天、医疗器械等行业的蓬勃发展，市场对新材料的需求持续攀升，有力推动了新材料产业近年来的迅猛增长。作为我国新质生产力的重要组成部分，新材料产业不仅增强了产业链供应链的韧性和竞争力，还促进了产业链关键核心技术国产替代能力的提升。作为一个处于成长期的行业，新材料产业的持续发展和需求的不断增长具有长期确定性。近年来，政府通过一系列政策扶持，加速了新材料产业的发展步伐。国内企业和研究机构在新材料技术上的创新能力不断提升，尤其是在高性能复合材料、纳米材料、稀土功能材料等领域取得了重要进展。与此同时，企业、高校和科研机构间的合作日益紧密，加速了科研成果向实际生产力的有效转化。在全球范围内，对高性能材料的需求不断增加，美欧日等传统材料强国继续在高端材料领域占据领先地位，同时新兴市场国家积极追赶，使得产业竞争日趋激烈。

鉴于新材料高投入、高难度、高门槛，研发周期长、验证周期长、应用周期长的特点，在投资阶段，多数投资人关注的问题包括知识产权的归属与侵权、产品安全与环保及化学品管理的合规、现存投资协议与重点合同（所指向的公司可能承担的责任与承诺）、劳动与劳务、公司治理及财务税务问题等。进入投后管理阶段，私募基金管理人应注意以下几方面内容：

融合技术创新与市场需求：

新材料产业的发展核心在于技术创新，同时结合新材料产业服务于多个新兴产业的特点，技术创新需要紧密结合市场需求。私募基金管理人需定期跟踪目标企业的技术研发进展，了解其在新型材料合成、制备方法及性能提升等方面的最新成果，并评估目标企业的研发团队构成、技术骨干的稳定性及创新能力，确保企业能够持续推出符合市场需求的竞争力产品。此外，管理人应检查目标企业的专利申请、商标注册及版权保护情况，确保其核心技术和产品不受侵权威胁。通过这种融合技术创新和市场需求的策略，可以更好地服务于其他产业，发挥新材料产业的特色和优势。

确保合规经营与风险防控：

鉴于新材料产业对知识产权、资质资格管理及环保可持续性的高要求，基金管理人应持续关注在投资时已明确的被投资企业既存各类经营合规问题是否按约定及时解决，确保企业在生产、经营过程中遵守相关法律法规和行业规范。作为技术密集型行业，新材料产业研发投入大、周期长，财务风险不容忽视。管理人需定期对目标企业进行财务审计和监督，确保其财务状况稳健、资金运用合规。协助企业完善内部管理制度、进行合规性培训、应对政府监管等，指导目标企业加强合规管理，确保其经营活动符合相关法律法规的要求。

监控协议条款与重大事项：

私募股权基金的管理人需要定期核查投资协议中各项条款的执行情况，包括但不限于投资金额、投资方式、股权结构、董事会席位、一票否决权、优先认购权、优先购买权、反稀释权、优先分红权等关键条款。对于协议中约定的投资方派驻董事、财务总监等事项，应及时办理任命程序，并确保其有效履行职责。

管理人应持续关注被投资新材料产业企业的公司治理结构、董事会和监事会运作情况，确保企业按照协议约定和法律法规要求进行经营管理。跟踪企业的财务状况、经营数据、三会决议等文件，了解企业的资产、负债、业务、财务状况、运营、经营成果、客户关系、员工关系发展情况。

投后管理过程中，如果投资后企业经营触发回购、共同出售、估值调整等协议约定时，私募股权基金应及时制定处理方案，与企业协商解决或及时采取法律措施。对于企业重大的投资活动、融资活动、经营范围变更、重要管理人员任免等事项，私募股权基金应进行重点关注和跟踪管理。

优化供应链管理与成本控制：

新材料产业的供应链复杂且多变，成本控制是提升企业盈利能力的关键，私募基金管理人在投后管理中应关注目标企业的供应链管理和成本控制情况，动态评估目标企业的原材料供应商、生产设备供应商等合作伙伴的稳定性和可靠性，确保供应链畅通无阻；协助目标企业优化生产流程、降低生产成本，提高盈利能力，指导目标企业建立科学的库存管理制度，避免库存积压和资金占用。



图 3-21 新材料产业投后管理特殊关注事项

六、高端装备制造产业

中国高端装备制造产业正展现出强劲的发展态势，“十四五”规划中明确将高端装备制造业列为重点发展领域并出台系列政策支持先进制造、智能制造和核心技术攻关。随着国家级和地方级产业基金的大量投入，各地政府出台各项政策支持高端装备制造业发展，推动了该产业的技术研发与产业化，加速科技成果转化。在技术创新不断突破、市场规模持续扩大、政策支持力度加大、国际化步伐加快以及向智能化、绿色化和服务化方向转型的行业背景下，中国高端装备制造产业朝着智能化、信息化、高端化发展不断迈进。高端装备制造业尤其是智能制造装备业，将是未来很长一段时期内我国经济发展和工业发展的重要推动力。

高端装备制造是目前最活跃的投资领域之一，已广受国内国际资本市场关注。高端装备制造产业以技术密集度高、产业链长且复杂、市场需求多样、政策支持显著为突出特点。私募基金在对高端装备制造业企业进行投资时，不仅要关注企业的技术创新能力和市场潜力，应当关注其知识产权保护（含知识产权纠纷）与技术秘密问题，研发合同与技术开发协议，政府补贴与支持的相应要求，环保、资格认证与行业标准等问题，如涉及出口与技术引入的，还需关注海外市场准入与合规、跨国合作及知识产权跨境保护等问题。在投后管理中，管理人应当精准施策，以确保投资的安全与回报，主要的工作内容包括：

督促技术研发与人才培养：

在技术与研发方面，由于高端装备制造产业依赖高新技术且产品附加值高，要着重关注企业研发投入的稳定性和创新能力的持续性，定期跟踪和评估研发项目的进展。这包括检查企业是否有充足的研发资金、是否积极寻求高校及科研机构的合作，同时监督产品质量控制体系的完善程度和品牌建设计划的执行情况，确保产品能维持高附加值优势，帮助企业吸引、培养和留住高端技术人才，建立激励机制，激发研发团队的创新活力。

在人才建设方面，管理人可以支持企业建立人才培养体系，提供职业发展规划和培训机会，提高员工综合素质和专业能力；协助企业制定合理的薪酬和激励政策，鼓励员工积极创新和贡献，增强团队凝聚力；促进企业与科研机构、高校的技术合作，获取前沿技术资源，加速技术创新和应用。

完善财务管理与风险管理：

基金管理人在投后管理中，应督促和监督被投资企业建立完善的财务管理制度，确保财务数据的透明性和准确性，防范财务风险。另一方面，针对高端装备制造类企业资金需求大的特点，应密切监督企业资金使用效率和生产成本情况，根据企业的发展阶段和资金需求，向被投资企业建议合适的融资方式，协助企业合理安排资本结构。在风险管理方面，应定期对被投资企业进行全面的风险评估，包括市场风险、技术风险、运营风险和法律风险，针对具体的风险预警信息制定相应的应对策略；确保企业遵守相关法律法规和行业标准，避免因违规操作带来的法律诉讼和罚款，降低合规风险。

协同产业政策与产业链管理：

高端装备制造业受国家政策影响大，对于政策的响应与调整对被投资企业至关重要。密切跟踪政策变化、专人负责定期对所收集的产业政策进行汇总和评估，分析其对所投资企业的影响，及时调整投资策略。基于高端装备制造企业处于产业链核心，保障其供应链稳定和销售渠道拓展至关重要，管理人应当监督企业优化供应链管理，确保原材料和零部件的供应稳定，防止供应链断裂对生产的影响。必要时，可以协助企业评估供应商，协助其维护与上下游企业的良好合作。

指导战略规划与市场拓展：

在战略规划与监督上，管理人在与企业管理层紧密合作的前提下，共同制定并适时调整战略规划，确保企业发展战略与产业发展趋势和市场需求相契合；帮助企业制定科学合理的发展战略和业务规划，明确发展方向和目标。投后管理中，在战略的执行监督层面，应当定期评估企业战略执行情况，提供指导和支持，确保战略目标的实现。

在市场拓展策略方面，管理人可以支持企业开拓新市场，特别是国际市场，提升市场占有率，扩大销售渠道；帮助企业建立和维护良好的客户关系，增强客户满意度和忠诚度，开拓长期稳定的客户资源。督促企业投入品牌建设，提高品牌知名度和美誉度，树立企业在行业内的领先地位。

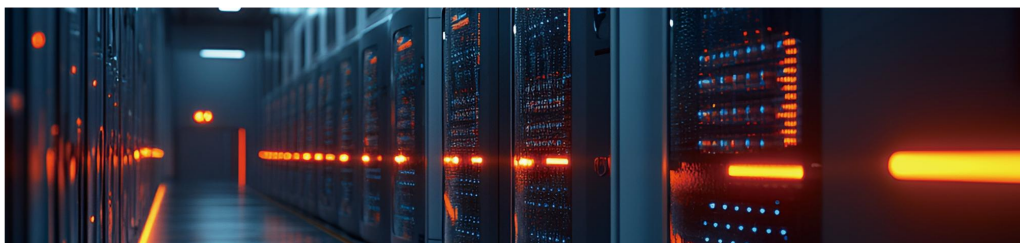


图 3-22 高端装备制造产业投后管理特殊关注事项

七、生物医药产业

在全球医疗健康产业快速变革的浪潮中，生物医药凭借其在疾病诊断、治疗和预防方面的独特优势，正逐渐成为推动现代医学进步的核心力量，吸引着大量资本与科研资源的汇聚。我国政府高度重视生物医药产业发展，从政策扶持、资金投入到人才培养等多方面给予全方位支持，有力推动了产业规模的持续扩张与技术创新的加速突破。

主要投资标的为生物医药类企业的私募股权基金，在投资阶段主要聚焦于生物医药企业的知识产权保护，如新药研发专利、生产工艺专利等的完整性与有效性，密切关注是否存在侵权风险；严格审查企业在药品研发、临床试验、生产销售等环节的监管合规情况，确保符合药品管理法、医疗器械监督管理条例等法律法规要求；深入分析企业与科研机构、高校或其他药企的合作研发模式、利益分配机制及知识产权归属约定；同时，鉴于生物医药产业的国际化趋势，全面调研企业可能面临的国际法律环境，如药品进出口法规、国际专利合作与保护协定等对企业跨境业务的影响。投资后，私募基金管理人应在投后管理中重点关注以下工作：

保护管理知识产权：

知识产权是生物医药企业的核心竞争力之一。因此，私募基金管理人在投后管理中应加强对企业创新成果的保护和管理，重点关注新药研发过程中的专利保护，在临床试验阶段及时申请专利，确保研发成果的合法权益。对于已上市药品，持续跟踪专利有效期，提前规划专利续展或研发替代技术。若发生侵权纠纷，管理人应督促其立即采取法律手段维护企业权益，包括发送警告函、提起侵权诉讼等；被投企业也要防范企业自身的侵权行为，避免陷入不必要的知识产权纠纷。

严格遵守监管底线：

生物医药领域的法规监管环境复杂且严格，涵盖药品审批、临床试验规范、生产质量管理规范（GMP）等多个关键环节。管理人应协助企业依据药品注册管理办法、药品生产质量管理规范等法规建立健全内部合规管理体系，定期组织员工参加GMP培训、药品临床试验质量管理规范（GCP）培训等专业培训活动，提升全员合规意识。同时，紧密跟踪国家药品审评审批制度改革、医保目录调整等政策动态，及时调整投资组合与风险管理策略，确保企业在严格监管环境下稳健运营。

把控推进研发进程：

在生物医药企业投后管理中，管理人应深入分析企业的研发管线布局，重点关注创新药的研发阶段、临床试验进度及预期上市时间。评估研发项目在药物安全性、有效性验证过程中的潜在风险，根据需要协调专业医药研发机构或专家为企业提供技术指导与资源对接。助力企业加快研发成果转化，推动创新药的上市审批进程，提高商业化成功率。在人才管理方面，协助企业吸引具有丰富药物研发经验的高端人才，如医学专家、药学研究人员等，建立以项目成果为导向的激励机制和透明公正的晋升通道，优化人才结构，提升团队整体研发能力。

落实筹划退出机制：

对于生物医药企业，退出机制的筹划需充分考虑药品研发周期和市场准入情况。若企业研发药物进展顺利，接近上市阶段，可选择在药品获批上市后通过首次公开募股（IPO）或并购等方式实现退出；若研发遇到重大挫折，根据对赌条款及时协商补偿或回购，保障投资者资金安全。结合行业市场环境，如生物医药板块的估值波动、政策对医药企业上市的影响等因素，合理确定退出时机和方式。



图 3-23 生物医药产业投后管理特殊关注事项

八、量子科技产业

量子科技作为 21 世纪最具颠覆性的前沿科技领域之一，正处于快速发展的关键时期，其在计算、通信、传感等诸多方面展现出的巨大应用潜力，有望引发新一轮科技革命与产业变革，重塑全球科技与经济竞争格局。近年来，各国政府纷纷加大对量子科技的研发投入与政策支持力度，吸引了大量科研力量与资本涌入该领域，推动量子科技产业从基础研究逐步向应用研发与产业化阶段加速迈进。

量子科技产业具有基础研究门槛高、技术专业性强、应用场景尚待拓展、人才稀缺以及发展前景不确定等鲜明特点。在投资阶段，私募基金重点关注企业核心量子技术的创新性与领先性，如量子比特制备、量子纠缠操控、量子算法设计等关键技术指标；考察企业研发团队的学术背景、科研实力与行业经验，是否汇聚了量子物理学、计算机科学、信息工程等多领域的顶尖人才；分析企业的知识产权布局与专利储备情况，判断其技术壁垒与竞争优势；同时，鉴于量子科技产业的高风险性与长周期性，也会审慎评估企业的资金储备与融资能力，确保其具备持续投入研发与产业化的资金实力。进入投后管理阶段，私募基金管理人工作重点如下：

核心技术突破跟踪：

持续关注被投企业在量子核心技术方面的研发进展，与企业科研团队紧密协作，定期组织技术研讨与交流互动，邀请业内专家对企业技术路线与研发成果进行评估与指导。针对技术研发过程中的关键难题，协助企业整合科研资源，建立合作研发平台，促进知识共享与技术协同创新。及时掌握行业内的技术动态与竞争态势，对比分析被投企业与竞争对手的技术优势与差距，为企业调整研发策略提供决策依据，助力企业在量子核心技术领域取得突破性进展，抢占技术制高点。

应用场景拓展支持：

鉴于量子科技目前应用场景相对有限，管理人应积极协助企业挖掘潜在的应用市场与商业机会。结合企业技术特点与优势，引导企业与传统行业如金融、医疗、能源等开展跨领域合作，探索量子技术在量子加密通信保障金融数据安全、量子计算加速药物研发与分子模拟、量子传感提升能源勘探精度等方面的创新应用模式。帮助企业制定应用场景拓展计划，搭建应用示范项目，推动量子科技从实验室走向产业化应用，加速技术成果转化，提升企业的市场认可度与商业价值。

人才团队建设保障：

量子科技人才的稀缺性决定了人才团队建设的关键地位。管理人应协助企业制定具有竞争力的人才吸引与保留策略，提供优厚的薪酬待遇、良好的科研环境与广阔的职业发展空间。支持企业与国内外知名高校、科研机构建立人才联合培养机制，定向培养量子科技专业人才，充实企业研发团队。同时，关注企业人才团队的稳定性，及时化解团队内部可能出现的矛盾与问题，营造积极和谐的创新氛围，确保企业研发工作的连续性与创新性。

风险评估与战略调整：

量子科技产业的高度不确定性使得风险评估与战略调整成为投后管理的重要环节。管理人需建立动态风险评估模型，对企业面临的技术风险、市场风险、竞争风险、政策风险等进行全方位、实时监测与分析。根据风险评估结果，及时与企业管理层沟通协商，调整企业发展战略与经营策略。在技术研发方向上，适时优化技术路线，集中资源攻克关键技术难题；在市场拓展方面，灵活调整市场定位与目标客户群体，提高市场响应速度；在融资策略上，合理规划资金需求与融资渠道，确保企业资金链稳定，有效应对产业发展过程中的各种风险与挑战，保障投资安全与收益预期。



图 3-24 量子科技产业投后管理特殊关注事项

九、绿色环保产业

近年来，绿色环保产业在政策驱动下蓬勃发展，市场规模持续扩大，技术创新日益活跃。绿色环保产业涵盖了技术开发、产品生产、商业流通、资源利用、信息服务、工程承包、自然保护开发、清洁技术、清洁产品和生态环境建设等多个领域。随着公众环

保意识的增强和我国环保法规的不断完善，绿色环保产品和服务的需求不断增加，展现出巨大的市场潜力。世界各国政府也出台更为严格的环保措施，鼓励绿色技术创新和产业升级，共同推动全球向可持续发展目标迈进。在我国，经济社会发展已步入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段，协同推进经济高质量发展和生态环境高水平保护已成为广泛共识。展望未来，绿色环保产业将持续保持快速增长态势，成为推动全球经济绿色转型的重要引擎。

绿色环保产业具有政策驱动性强、技术创新需求高、社会效益与经济效益并重的突出特点。私募基金在投资绿色环保产业时，在深入理解产业特点与风险的前提下应重点关注企业的政策支持持续情况、技术与研发、商业模式、经济效益等，制订相应的风险管理与退出策略。进入投后管理阶段，管理人应注意以下方面的投后管理工作：

跟踪政策变化并调整战略：

管理人应持续关注国家和地方层面的绿色环保政策更新，包括但不限于补贴政策、环保标准升级、产业规划调整等，并及时向被投企业传达政策信息，协助企业争取更多政策支持，如税收优惠、专项补贴、绿色项目准入资格等，确保企业充分享受政策红利，维持政策支持的持续性。同时，管理人应及时分析政策调整对目标企业的影响，引导企业调整发展战略，避免因政策调整带来的经营风险。

监督研发进度与项目前景：

管理人应密切关注企业的技术研发投入和进度，评估研发项目的可行性和前景。与研发团队保持紧密沟通，了解研发计划执行情况，定期评估研发项目的关键节点是否按预期完成，识别可能影响研发进度的问题，并及时协助企业解决。对于高风险的研发项目，要与企业共同制定风险应对策略，如分阶段投入资金、寻找技术合作伙伴等。

分析市场竞争与合作拓展：

管理人应当要求企业定期对市场竞争态势进行分析，包括竞争对手的技术水平、市场份额、价格策略等。分析绿色环保产品和服务的目标市场和潜在客户群体，帮助企业制定差异化竞争策略，如在产品性能、服务质量、品牌建设等方面突出优势。利用私募基金的资源和网络，协助企业与上下游企业建立更紧密的合作关系，保障原材料供应稳定和销售渠道畅通，促进企业与潜在客户、合作伙伴建立联系，扩大市场覆盖面。

监督社会责任履行情况：

监督企业的社会责任履行情况，包括环保效果、社区关系等。确保企业在追求经济效益的同时，实现良好的社会效益，维护企业的社会形象和声誉。协助企业开展环境信息披露工作，提高企业的透明度和公信力，增强投资者、政府和社会公众对企业的信任。例如，督促企业定期发布环境绩效报告，展示其在污染减排、资源利用等方面的成果。



图 3-25 绿色环保产业投后管理特殊关注事项

第八节 境内各类型私募股权基金投后管理特殊关注事项

在私募基金的运营管理体系中，投后管理工作对于各类私募基金在实现投资目标、控制投资风险、提升投资价值以及促进基金可持续发展等多方面具有不可替代的重要意义与深远价值。本节将深入聚焦于多种不同类型的基金，包括并购基金、国资基金、创投基金、母基金以及 S 基金，细致剖析它们在投后管理阶段所涉及的主要工作内容和特殊工作内容，探讨不同类型基金在投后管理工作上的差异与共性，并归纳基金管理人在投后管理阶段应关注的重点内容。

一、并购基金

并购基金是指专注于对目标企业进行并购的基金。并购基金主要投资成熟企业，通过股权收购的方式获得目标企业的控制权，对目标企业采取重组改造、资产置换等方式，持有目标企业一段时间后通过出售方式获取收益。投后管理是并购投资的关键，但在当前中国市场环境下，并购基金投后管理未得到足够的重视与聚焦，其在整个投资运作体系里的关键作用与价值未能得以充分彰显与发挥。与风险投资不同，并购基金需要对所投资公司的发展有明确的话语权，且涉及复杂的交易流程和整合管理。这要求并购基金团队具备多领域的专业知识和丰富的管理经验。然而，国内市场上具备这些综合能力的人才稀缺，职业经理人市场不成熟，导致部分并购基金在投后整合管理上面临诸多难题和挑战。

（一）投前预设事项：约定条款的跟进

由于并购基金涉及企业控制权的转移、资产整合等复杂操作，在监管层面，除适用私募基金的一般规定以外，如并购基金涉及上市公司，还需要适用上市公司的收购、并购重组等监管规定，监管机构也会更加关注并购基金的风险管理措施是否健全，是否能够有效地应对各种潜在风险。因此，投资人和管理人也会在投资协议中设置一些特殊权利条款以降低投资风险，具体内容如下：

投前预设事项：约定条款的跟进

业绩承诺条款、估值调整条款、反稀释条款

并购基金投后管理的主要工作内容

- ▶ 定期报告、重大事项及时披露
- ▶ 战略规划 and 资源整合
- ▶ 与投资者建立良好沟通机制
- ▶ 建立完善的风险评估体系
- ▶ 建立有效的财务和运营监督机制
- ▶ 退出规划与准备

并购基金投后管理的特殊工作内容

- ▶ 完善内部人员管理机制
- ▶ 由行业导向转为主动管理
- ▶ 关联交易管理

赋能增值

- ◆ 为目标企业的治理结构及组织架构提供合理化意见和建议，帮助目标企业逐步搭建更为规范和更具市场竞争力的公司治理结构及组织架构。
- ◆ 与合作审计机构共同为目标企业提供规范化的财务管理系统，建立规范的会计账户处理流程，协助其建立现代化财务管理体系。
- ◆ 为被投资企业推荐契合其战略发展需求与财务实力的并购标的，助力企业实现快速扩张与资源整合；为企业上市进程或并购交易提供全方位、多层次的资源支持。

图 3-26 并购基金投后管理

在并购基金中，被并购方或其原股东可能会在协议中做出业绩承诺条款。在投后阶段，基金管理人需要密切关注目标企业是否能够达到承诺业绩。如果业绩未达标，基金管理人可能需要根据投资条款采取相应措施，如要求业绩补偿。这对基金管理人的财务管理和企业监督能力提出了很高的要求。

在并购基金协议中，通常设置估值调整条款，根据目标企业未来的经营业绩等情况对其估值进行调整。在投后阶段，这会使管理人高度关注目标企业的业绩指标，因为业绩的变化可能导致企业估值的改变。如果目标企业业绩不佳，估值下降，基金持有的股权价值也会降低，管理人需要考虑如何维护基金利益，可能包括要求被投资方增加基金

股权比例等措施。

在并购基金协议中设置反稀释条款主要是为了防止基金股权比例因企业后续低价融资等情况而被稀释。在投后阶段，管理人要关注目标企业的融资活动，确保在企业增发股权等情况下，基金的股权比例不被不合理地降低。这要求管理人对企业的资本运作保持警惕，并且具备良好的谈判和协商能力。

（二）并购基金投后管理的主要工作内容

并购基金投后管理工作中，基金管理人承担着多方面的重要责任并开展一系列关键工作任务。基金管理人需要定期报告披露并及时向相关方呈现并购基金及目标企业运营状况与进展；依据市场格局与目标企业资源，基金管理人为目标企业明确发展方向并挖掘协同效应；基金管理人还需要根据投资周期与目标，提前筹划退出路径及时机等，这些工作内容有助于推动并购基金价值的稳步提升，最终达成投资回报的预期目标，为并购基金的成功运作与可持续发展奠定坚实基础，关于并购基金投后管理的主要工作内容具体包括：

1、定期报告、重大事项及时披露

并购基金运行期间，基金管理人应当依据并购基金合同约定定期向投资者披露基金的财务情况、基金投资运作情况和运用杠杆情况、投资收益分配和损失承担情况、基金管理人取得的管理费和业绩报酬等事项。对于投资范围和投资策略发生重大变化、变更基金管理人、触及基金止损线或预警线以及管理费率发生变化等可能影响投资者利益的重大事项，基金管理人应当及时向投资者披露，并在信息披露备份平台进行备份。

2、战略规划和资源整合

基金管理人根据市场动态、行业竞争格局和企业自身资源，为目标企业制定具体的战略规划，包括市场定位、业务范围、产品组合等方面，明确其在业务领域的发展方向和市场定位。引导目标企业专注于特定细分领域，打造核心竞争力。同时管理人利用自身的行业经验和专业知识，为目标企业提供支持和建议，协助目标企业调整产品结构以适应市场变化。帮助目标企业与其他企业建立合作关系，扩大市场份额，协助开展研发工作、市场推广等活动，实现资源整合。

3、与投资者建立良好沟通机制

基金管理人应建立良好的投资者沟通机制，通过现场会议、视频会议等形式加强与投资者的沟通和交流，在重大事项发生时，应及时与投资者进行沟通，积极听取投资者的意见和建议，对于投资者提出的合理建议，应认真考虑并加以改进。

4、建立完善的风险评估体系

对并购基金的投资项目进行全面的风险评估。风险评估应包括市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险等方面，并根据风险程度进行分类和分级管理。应建立风险预警机制，及时发现和预警可能出现的风险事件。设定风险预警指标和预警阈值，当风险指标超过预警阈值时，及时采取相应的风险控制措施。

5、建立有效的财务和运营监督机制

对目标企业的日常运营和财务状况进行实时监控，包括财务报表分析、关键经营指标跟踪、重大事项报告等。定期向基金投资者汇报企业的运营情况和财务状况。并购后，需要将目标企业的财务制度与并购基金的要求相统一，包括财务报表格式、会计科目设置、财务审批流程等。引入先进的财务软件系统，实现财务信息的实时共享和集中管理。这样基金管理人可以随时查看目标企业的财务状况，及时发现问题。

6、退出规划与准备

根据并购基金的投资周期和收益目标，提前规划退出方式。常见的退出方式包括股权转让、企业上市、管理层收购等。若目标企业有上市潜力，在投后管理过程中就要按照上市标准规范企业治理、财务报表等。同时与潜在的收购方、战略投资者等建立联系，为顺利退出创造条件。持续关注市场环境和政策法规变化，选择最佳的退出时机。

（三）并购基金投后管理的特殊工作内容

并购基金与其他类型的基金在投资策略与目标、风险管理等方面存在显著差异，其投后管理与其他基金的投后管理相比存在特殊性，具体包括以下几个方面：

1、内部人员管理机制

并购基金的投资目标是通过收购和控制企业控股权，实现企业的价值提升和长期增长。有些并购基金可能会集中投资于单一标的，尤其是在希望获得对某个特定企业或资产的控股权时进行投资。并购基金投资单一标的具有优势，可以集中资源，实施战略调整和业务优化，确保在关键领域的投入更加高效和有力。基金管理团队可以更专注于单个项目的管理和优化，提高管理效率和效果。投资单一标的使得基金管理团队能够更深入地了解标的公司的运营情况，提高信息的透明度和准确性。但投资单一标的也意味着风险集中，一旦标的公司出现问题，整个基金可能遭受重大损失。投资单一标的也使得基金管理团队需要高度关注单一项目的管理，管理压力较大。因此，应完善内部人员管理制度，提升投后管理团队的专业性和管理能力，定期对管理团队进行专业培训，提升其在财务管理、市场分析、法律合规等方面的能力。同时吸引和留住高素质的专业人才，特别是具有跨行业经验和创新思维的人才。

2、由行业导向转为主动管理

并购基金通常由行业主导，这意味着基金在投资过程中可能较为被动，依赖于行业内的资源和机会。一旦行业出现不利变化，基金的运作和回报可能受到影响。行业内主导的基金可能更容易获得内部信息，但也可能因此忽视外部市场和竞争环境的变化，导致投资者对基金运作的透明度和信任度降低。因此，应建立市场研究团队或与外部研究机构合作，获取市场和竞争环境的最新信息。定期对市场和行业进行评估，及时调整投资策略，应对市场变化。基金与行业内的其他基金、投资机构、中介机构等建立战略合作关系，共享资源和信息。

3、关联交易管理

并购基金关联交易内容以 PE+上市公司模式为例。对于上市公司来说，由于自身投资经验有限和对行业投资研究能力不足等因素，部分上市公司选择只担任有限合伙人（LP），以和专业投资机构合作的方式参与并购基金的设立，上市公司通常由其子公司或其控股股东等关联方担任 GP 角色。因此，并购基金的普通合伙人（GP）与上市公司存在关联关系，可能会产生一系列风险问题：如并购基金与上市公司的交易中，可能会出现定价不公允的情况；如发生利益输送风险，GP 可能会安排并购基金投资一些对上市公司关联方有利但从投资利益角度看并不理想的项目，导致并购基金的其他投资者利益受损；如合规风险，证券监管机构通常对上市公司的同业竞争问题有严格规定，上市公司需要保证自身及关联方的业务活动不违反这些规定。如果因为并购基金的投资导致出现同业竞争情况，上市公司可能会受到警告、罚款，甚至可能会影响其股票的正常交易。若并购基金的其他投资人中有上市公司关联方，需注意这种情况下设立并购基金属于上市公司“与关联方共同投资”的情形，应当按照要求履行必要的决策程序和披露程序。

（四）赋能增值

并购基金投后管理阶段的赋能增值极为关键。一方面，它能深度优化目标企业战略、财务与运营，挖掘协同潜力，提升企业核心竞争力，稳固企业发展根基；另一方面，可以有效管控风险，保障企业稳健运营，为并购基金的成功运作保驾护航。

并购基金投后管理阶段的赋能增值内容具体体现在：首先，在投后管理中，并购基金要发挥效能，其基础在于确保目标企业治理能力以及提升企业治理水平。基金管理人可以针对目标企业的治理结构及组织架构进行深入地研究和分析，为目标企业提供合理化意见和建议，帮助目标企业逐步搭建更为规范和更具市场竞争力的公司治理结构及组织架构。其次，基金管理人一般会与合作审计机构共同为目标企业提供规范化的财务管理系统，以便协助其建立以规范管理、控制风险为基本理念的现代化财务管理体系。基

金管理人还可以通过帮助被投资企业建立规范的会计账户处理流程来规范财务管理体系。最后，凭借在资本市场长期积累的丰富自有资源，并购基金管理人能够精准且高效地为被投资企业推荐契合其战略发展需求与财务实力的并购标的，助力企业实现快速扩张与资源整合。此外，基金管理人还可充分挖掘并利用其他多元化渠道，为目标企业的上市进程或并购交易提供全方位、多层次的资源支持，包括但不限于市场信息共享、潜在合作机会挖掘、专业人才推荐以及融资渠道拓展等，从而极大地提升目标企业在资本市场的运作效率与成功概率，推动企业实现跨越式发展并创造更大的价值。

二、国资基金

国资基金是由国家出资设立并管理的基金类型，主要涵盖两类：一是由央国企主导发起的基金，二是政府产业引导基金。前者由央国企设立，主要用于支持央国企集团内部项目及创新业务的发展，这些基金紧密围绕央国企的主营业务和发展策略，促进央国企的技术革新和产业升级。后者则是由各级政府发起，旨在通过政策导向吸引社会资本投资于特定的产业领域，这类基金通常采取“引导基金+子基金”的模式或是直接投资项目，以扶持国家战略产业的成长与发展。

随着央国企积极响应国家“一带一路”政策，大力实施“走出去”战略，国资基金可能会加大对海外优质资产的投资，也会积极参与“一带一路”沿线国家的基础设施建设等项目投资，提升中国在全球经济治理中的影响力。

（一）投前预设事项：约定条款的跟进

鉴于国资基金的国有属性，其适用的法律监管比其他类型基金更为特别，需遵循企业国有资产管理和中央企业基金业务管理等相关国资监管规定。在国资基金中，政府出资主体会在投资协议中设置一些特殊权利条款以维护自身利益，具体包括：

在国有基金项目上，非常看重基金管理人的能力和经验，专业的基金管理团队能够准确把握产业发展趋势，筛选出具有潜力的投资项目，为基金的增值做出重要贡献。而基金管理人的能力与经验具体会体现在合伙协议中的关键人士条款，政府出资主体通常在合伙协议中会对于关键人士的资历、组成、人数以及变更等内容作出明确合理的约定。另外，在合伙协议中也会约定关键人士事件条款，若关键人士离职或者其他约定情况发生，会导致投资者行使其在合伙协议中的一项或多项权利。

国资基金协议会明确基金管理人在被投资企业董事会中的席位数量和决策权限。在投后管理阶段，管理人要通过董事会积极参与企业的重大决策，如战略规划、高管任免、重大投资等。例如，若管理人在董事会占有一定席位，就可以利用自身的专业知识和经验，为企业的战略发展方向提供建议，确保企业的决策符合基金的利益。

投前预设事项：约定条款的跟进

关键人士条款、基金管理人在被投资企业董事会中的席位数量和决策权限、定期信息披露义务条款

国资基金投后管理的主要工作内容

- ▶ 定期报告披露
- ▶ 政策研究与监控
- ▶ 合规监督管理
- ▶ 风险管理数据库建设

国资基金投后管理的特殊工作内容

- ▶▶ 设计绩效考核机制
- ▶▶ 建立和完善容错机制
- ▶▶ 建立监督机制
- ▶▶ 提供对接服务

赋能增值

- ◆ 利用政府的政策导向和资源优势，为被投企业提供政策咨询和资源对接服务；通过对政府、行业和市场资源的整合，为被投企业提供资金、技术、市场等多方面的支持。
- ◆ 提供管理咨询和培训服务的方式，帮助被投企业提升管理水平和运营效率。
- ◆ 为被投企业提供融资支持，并开展丰富的资本运作服务，帮助企业解决资金短缺和融资难题。
- ◆ 利用自身的市场资源和渠道优势，帮助被投企业拓展市场，提升品牌知名度和市场占有率。

图 3-27 国资基金投后管理

在国资基金协议中会约定基金管理人的定期信息披露义务条款，在投后管理阶段，基金管理人需要按照协议规定向国资基金提供定期报告，包括企业的财务报表、经营状况、重大事项进展等内容。报告的频率和详细程度通常有明确要求，管理人要建立健全信息收集和报告机制，确保信息的及时、准确、完整。

(二) 国资基金投后管理的主要工作内容

国资基金管理人在投后管理阶段的工作至关重要，它是确保国有资本保值增值、实现投资预期目标、维护国资权益、保障企业合规健康发展的关键环节。国资基金管理人在投后管理阶段的主要工作内容主要为以下几点：

1、定期报告披露

私募基金运行期间，基金管理人应当依据公司章程约定定期向基金投资者披露基金投资运作、基金管理信息服务等信息，定期编制基金财务报告。根据国资基金的性质和监管要求，基金管理人还应于特定时间向特定的监管机构（国家发展改革委或本级发展改革部门）报送年度业务报告。

2、合规监督管理

国资基金作为国有性质的基金，其管理的基金来源于国有资产或受到政府的支持，因此在运作过程中需要遵守更加严格的国有资产管理法规和政策要求，确保国资基金运作的各个环节合法合规。基金管理人应建立一套完整的合规管理制度，明确各项合规要求和操作流程；同时应建立健全合规监督检查机制，定期对国资基金运作的各个环节进行合规检查。合规监督检查应包括内部审计、风险管理、合规审查等方面的内容，及时发现和纠正违规行为。

3、政策研究与监控

国资基金的投资往往与国家战略和政策导向密切相关。基金管理人需要密切关注国家宏观政策的发展变化，基金管理人要及时分析相关政策对所投企业的影响。设立专门的政策研究小组，定期发布政策解读报告，确保基金投资决策和投后管理符合政策走向。

4、风险管理数据库

基金管理人定期比对有关项目数据，评估影响。对于一些常规和可量化的风险内容，基金管理人应建立风险管理数据库，进行信息化和数据化管理，以保证风险管理的客观性和及时性。

（三）国资基金投后管理的特殊工作内容

国资基金投后管理的特殊性在于政策支持和市场引导，具体表现在以下几个方面：

1、考核机制

国资基金更关注企业的长期业绩和战略目标的实现，强调社会效益和产业带动效果，因此基金管理人应设计较为灵活的绩效考核机制，同时制定差异化的绩效目标和评价体系，注重整体效能评价，改变以往对单个子基金或单个投资项目进行考核评价的方式，转为对基金开展全生命周期和整体性的监督考核。注重长期绩效和战略目标的实现，这

样不仅有助于激励企业管理层关注长期发展，承担一定的创新风险。同时也有助于确保投资项目的社会价值和经济效益，也为企业管理层提供了更大的灵活性和操作空间。

2、容错机制

通过建立和完善容错机制，明确界定在何种情况下、何种程度内的投资风险是可被允许的，例如对于因宏观经济形势突变、不可抗力因素导致的项目价值短期波动等情况给予一定的包容空间，允许一定范围内的投资风险，以此减少对基金管理人的过度压力，使他们能够在合理的风险区间内，更从容地运用专业知识进行投资操作。根据不同地区、不同产业的发展特点和需求，科学合理地调整返投比例计算方式和认定范畴，缓解基金管理人的投资压力，促进基金更灵活地进行投资决策，提高资金的使用效率和投资收益，更好地发挥基金对经济发展的推动作用。

3、监督机制

基金管理人应建立全面且细致的监督机制，从多方面加强对子基金运作情况的监督管理，基金管理人应定期报告子基金运作情况，报告内容涵盖财务状况、投资项目进展、风险管理情况等核心要素，且保证报告的形式和频率需遵循监管规范，确保基金运作的透明性和规范性，使得投资者能够清晰地了解基金的运行状态。

4、对接服务

基金管理人应积极发挥协调作用，提供专业且高效的对接服务，一方面，基金管理人应与有关政府部门紧密沟通，协助子基金与政府的产业政策、扶持计划相对接，争取税收优惠、项目补贴等政策支持，为子基金创造良好的政策环境；另一方面，与各类市场化机构建立广泛的合作关系，协调各方力量为子基金提供全方位的对接服务，帮助子基金所投企业在地做大做强，促进当地经济的发展。

（四）赋能增值

在投后管理中，国资基金通过自身资源和整合能力提供增值服务，主要体现在以下几个方面：首先，国资基金通常具有较强的政策支持和资源整合能力，能够利用政府的政策导向和资源优势，为被投企业提供政策咨询和资源对接服务。同时其可以通过对政府、行业和市场资源的整合，为被投企业提供资金、技术、市场等多方面的支持，进而助力企业提高竞争力，提升其在市场中的地位。国资基金通过产业协同，帮助被投企业对接上下游产业链资源，提升企业的生产效率并扩大其市场份额。通过并购重组、战略合作等方式，国资基金能够推动产业链的整合和优化，提升整个产业链的竞争力和协同效应。其次，国资基金通过提供管理咨询和培训服务的方式，帮助被投企业提升管理水平和运营效率。其利用自身的行业经验和市场洞察力，为被投企业提供战略规划和市场

拓展方面的合理建议，从而推动企业实现可持续发展。再次，国资基金通过资本运作方式，一方面为被投企业提供有力的融资支持，并开展丰富的资本运作服务，帮助企业解决资金短缺和融资难题。提供包括财务顾问、投资银行等在内的全方位金融服务，帮助被投企业优化资本结构，提升市场价值。最后，利用自身的市场资源和渠道优势，国资基金帮助被投企业拓展市场，提升品牌知名度和市场占有率。通过品牌推广和市场营销活动，国资基金帮助被投企业提升品牌形象，增强市场竞争力。

三、创投基金

私募创投基金是一种专门投资于未上市创业企业的股权，尤其是处于初创阶段、成长阶段或成熟阶段企业，并且具有高风险、高收益且投资期限较长的股权投资基金。此外，私募创投基金在登记备案、资金募集、投资运作、风险监测、现场检查和税收优惠等方面实行与其他私募基金不同的监管政策。随着中国经济的持续发展和创新能力的不断提升以及政府对创业投资支持力度的加大，私募创投基金投资规模持续扩大，投资领域更加多元化，同时也越来越注重加强投后管理和风险管控，以适应市场变化和监管要求。

（一）投前预设事项：约定条款的跟进

鉴于私募创投基金专门投资于未上市创业企业，其在登记备案、税收优惠政策、股份划转政策等方面适用与其他私募基金不同的监管规制。具体体现在登记备案方面，私募创投基金与其他基金的不同之处在于实行双备案管理，即需要在国家发改委和地方发改委进行备案，同时还需要在基金业协会进行备案。在税收优惠政策方面，对符合条件的创业投资企业，其投资额的70%可以在应纳税所得额中抵扣，降低企业所得税负担。在股份划转政策方面，支持开展创业投资基金实物分配股票试点，允许股权投资基金持有的上市公司IPO前的股份通过非交易过户方式进行分配。另外，在私募创投基金中，投资人会在投资协议中设置一些特殊权利条款以维护自身利益，具体包括：

为将投资人利益和控股股东利益、实际控制人利益进行深度绑定，投资人往往会在投资协议中增加限制创始股东对外转让股权的条款内容，通常要求创始股东不低于约定的估值进行对外转让，防止控股股东低价转让股权损害投资人利益，确保投资安全。且要求受让方不得为公司的竞争对手或其关联方，防止竞争对手通过收购股权获得公司的敏感信息或控制权，从而损害被投企业的竞争力和长远发展。

私募创投基金具有较高风险，成功退出的比例通常较低，对于那些最终未能实现增长并成功上市的项目，投资人为最大限度地保障投资成本的回收，通常会在投资协议中要求设置优先清算条款，具体为若公司发生任何清算、解散、终止或清算情形，投资人有权优先于其他股东获得清偿，确保投资人在项目失败时能够尽可能收回投资成本。

投前预设事项：约定条款的跟进

限制创始股东对外转让股权的条款、优先清算条款、
优先购买权条款、关联交易限制条款

创投基金投后管理的主要工作内容

- ▶ 定期报告披露
- ▶ 投资者咨询渠道
- ▶ 投资项目管理
- ▶ 信息管理与文档记录
- ▶ 绩效评估管理
- ▶ 建立风险监控体系
- ▶ 建立风险预警与报告机制
- ▶ 建立风险反馈与调整机制

创投基金投后管理的特殊工作内容

- ▶ 双监管下的信息披露报告
- ▶ 建立严格的合规流程管理体系
- ▶ 实行差异化监管机制
- ▶ 针对性进行风险管理

赋能增值

- ◆ 凭借广泛的行业资源和专业的研究团队，为被投资企业提供深入的行业洞察。
- ◆ 为被投资企业提供战略、组织、市场营销、财务、人力资源等方面的建议；在被投资企业内部为其建立专门的专家顾问或咨询团队。
- ◆ 协助企业确定目标市场和客户群体，推荐或搭建销售渠道，帮助企业快速进入新市场。
- ◆ 提供并购重组服务和上市辅导服务，帮助符合条件的企业上市。

图 3-28 创投基金投后管理

为保护投资人利益，维护公司的稳定性和长期发展。投资人会在投资协议中设置优先购买权条款，具体要求创始股东转让或出售股权时，必须提前通知投资人，投资人有权以同等条件及价格优先购买全部或部分拟出售股权，投资人行使优先购买权，有助于提高投资的安全性和稳定性。

为防止利益输送，投资人会在投资协议中限制基金对基金管理人、基金托管人及其关联方所涉及的项目的投资。如果确实需要投资关联方项目，需要经过严格的审批程序，

如获得独立第三方的评估意见、基金投资者大会的多数同意等。

(二) 创投基金投后管理的主要工作内容

创投基金管理人在投后管理阶段的工作极其重要，是挖掘被投资企业潜力、提升企业价值、把控投资风险、保障投资回报、助力创新创业企业成长的核心环节。创投基金投后管理的工作内容主要包括以下几点：

1、定期报告披露

基金管理人应当披露创业投资基金半年度报告、年度报告和临时报告，鼓励披露季度报告，披露内容依照私募股权投资基金报告要求，创业投资基金半年度报告应当在半年度结束之日起 3 个月内编制完成。

2、投资者咨询渠道

基金管理人应设立专门的投资者咨询渠道，如投资者热线电话、专用电子邮件等，及时回复投资者的询问。对于投资者提出的关于基金投资项目、财务状况、法律合规等方面的问题，要提供准确、详细的解答。对于一些重大的、可能影响投资者权益的事项，如基金清算、管理人变更等，通过信息披露平台发布公告，确保投资者能够及时知晓并做出相应的决策。

3、投资项目管理

基金管理人应定期对项目进行例行走访巡查，实时、动态关注被投资企业的行业发展情况、生产经营情况、技术开发情况等变化情况，评估投资项目的可能存在的风险点以及相应的补救措施。

4、信息管理与文档记录

基金管理人应建立投后信息管理系统：用于存储和管理被投资企业的基本信息、财务数据、沟通记录、风险评估结果等各类投后管理信息。建立文档管理制度，规定各类投后管理文档的格式、内容、保存期限等要求。对重要文档进行分类归档，便于查询和评估。

5、绩效评估管理

基金管理人应建立科学合理的投后管理绩效评估体系，对投后管理的效果进行全面、准确的评估。评估指标将不仅包括被投资企业的财务业绩、市场表现等，还会涵盖被投资企业的创新能力、管理水平、团队建设等方面的提升情况。通过绩效评估，能够及时发现投后管理中存在的问题和不足，为改进投后管理策略提供依据。

6、建立风险监控体系

针对各类风险，设定相应的监控指标。例如，对于市场风险，设定行业指数波动率、被投资企业市场占有率变化率等指标；对于信用风险，设定被投资企业的信用评级变化、逾期还款率等指标。建立数据收集渠道，定期收集与风险监控指标相关的数据。利用数据分析技术和模型，对数据进行分析，及时发现风险指标的异常变化。

7、风险预警与报告机制

根据风险评估结果和历史经验，为每个风险监控指标设定预警阈值。建立风险预警报告制度，明确报告的流程、对象和频率。当风险预警触发时，及时向基金管理人的高级管理层、投资决策委员会等相关方报告。

8、建立风险反馈与调整机制

根据风险监控和预警的结果，及时评估现有风险应对措施的有效性。如果发现措施效果不佳或情况发生变化，及时调整应对策略。定期对整个风险管理体系进行评估和优化，包括风险识别方法、评估模型、应对策略、监控指标等方面。根据市场变化、投资经验和行业最佳实践，不断完善风险管理体系，提高风险管控能力。

（三）创投基金投后管理的特殊工作内容

创投基金投后管理呈现出显著的特殊性，其关键特征为实施双监管制度要求。创投基金投后管理具有独特的工作内容，其具体表现涵盖以下几个方面：

1、双监管下的信息披露报告

私募创投基金与其他私募基金不同在于实行双备案监管制度，即私募创投基金需要在发改委和基金业协会进行备案。由于基金业协会备案和发改委备案在要求、难度及所享受的优惠政策上存在差异，这决定了创投基金的双重监管现象将长期存在。在双监管制度下，私募创投基金的信息披露要求更为严格，对投后管理的合规性提出更高的要求，因此，私募创投基金在信息披露方面需要明确发改委和中国证监会的不同信息披露要求。已经在发改委备案的创业投资企业和管理机构应当定期向发改委提交经注册会计师审计的年度财务报告与业务报告，并及时报告投资运作过程中的重大事件。同时，私募基金管理人还应当根据中国证监会的监管要求披露创业投资基金半年度报告、年度报告和临时报告。

2、建立严格的合规流程管理体系

在双备案监管制度下，基金管理人应明确发改委和基金业协会不同的备案要求和具体流程，并建立适应发改委和基金业协会备案监管要求的备案流程管理体系，加强投后

管理的合规性。基金管理人应建立专门的合规备案管理小组及合规负责人，明确发改委和基金业协会对创业投资企业的备案要求，审核创业投资企业是否符合监管部门的备案资质要求；建立专门的备案文件材料管理系统，以适应发改委和基金业协会对备案文件材料的要求，确保所有必要的文件和材料齐全、准确、及时。制定详细的备案操作手册，包括备案步骤、所需材料、时间要求、注意事项等，确保所有相关人员都能清晰理解和执行发改委和基金业协会规定的备案流程。建立备案进度跟踪机制，定期向基金管理人和相关部门汇报备案进度，确保备案工作按计划推进。关注国家和地方的政策动态，及时调整备案和投后管理策略，应对政策变化带来的影响。

3、实行差异化监管机制

由于私募创投基金处于发改委和中国证监会的双重监管环境，根据企业的不同发展阶段进行差异化监管是非常重要的。因此，应在监管层面构建差异化监管机制。私募创投基金主要投资于未上市创业企业的股权，尤其是处于初创阶段、成长阶段或成熟阶段企业，根据发展阶段不同应设定不同的监管强度和要求，非强制要求“投早投小”。针对未上市创业企业的基金，可以适当放宽某些监管要求，鼓励早期投资；而对于成熟期企业的基金，则可以加强风险管理和信息披露要求。

允许创投基金根据市场化原则选择投资阶段，无论是创业早期还是中后期，增强管理的灵活性和适应性。基金管理人可以根据市场情况和自身策略，自主选择投资阶段，构建多元化的投资组合。这样不仅可以分散风险，还可以提高整体投资回报。基金管理人可以根据不同阶段的投资特点，制定和实施相应的风险管理措施，确保投资安全。另外，基金管理人应重点关注投资运作是否涉及杠杆，设定合理的杠杆比例上限，确保基金的杠杆风险可控。定期进行杠杆风险评估，评估杠杆使用的必要性和风险水平。制定并实施有效的风险管理措施，如设置止损点、分散投资等。

4、针对性进行风险管理

创投基金在投资早期企业（即“投早、投小”）带来了特殊的风险管理要求，因为这些企业在发展阶段、市场定位、财务管理等方面存在较大的不确定性和风险。早期企业通常处于产品开发和市场验证阶段，现金流不稳定，管理团队经验有限。基金管理人需要结合企业特点深度参与企业的日常管理和战略决策，提供更多的增值服务。定期评估企业的经营状况、财务表现和市场前景，及时调整投资策略。制定并实施有效的风险控制措施，建立风险预警机制，监控企业的财务指标、运营指标和市场指标，确保投资安全。

成熟型企业虽然通常已经具有较为稳定的业务模式和财务状况，但市场环境变化可能导致企业融资困难，也会影响资本运作，且成熟企业的收入和利润虽然较为稳定，但市场变化、竞争加剧等因素可能导致盈利波动，也会出现财务风险。因此，基金管理人

应定期审查企业的财务报表，评估不同市场条件对企业财务状况的影响。评估管理团队的背景、经验和专业能力，确保团队具有领导企业持续发展的能力。评估企业的公司治理结构，确保企业遵守相关法律法规，没有重大违法违规行为。此外，帮助企业制定合理的融资策略，确保资金充足。通过科学的风险管理措施，降低管理风险，实现基金的长期稳健发展。

（四）赋能增值

创投基金投后管理阶段的赋能增值内容具体体现在以下几个方面：首先，私募创投基金管理人凭借广泛的行业资源和专业的研究团队，为被投资企业提供深入的行业洞察。定期发布行业研究报告，分析行业发展趋势、市场规模变化、技术创新动态以及政策法规影响。其次，私募创投基金管理人为被投资企业提供战略、组织、市场营销、财务、人力资源等方面的建议。基金管理人可以帮助被投资企业改善经营管理、完善商业计划、发现新的业务机会，分析企业未来走向，降低潜在的风险。基金管理人还可以在被投资企业内部为其建立专门的专家顾问或咨询团队，为企业提供更合理、具体的发展规划、技术革新和人才引进等方面的咨询服务。再次，基金管理人协助企业确定目标市场和客户群体。通过市场细分研究，根据客户的需求特点、消费行为、地理区域等因素，帮助企业找到最具潜力和竞争力的市场细分领域，推荐或搭建销售渠道，帮助企业快速进入新市场。最后基金管理人还可以提供并购重组服务和上市辅导服务，帮助符合条件的企业上市。定期监测市场环境，评估退出时机和条件，根据市场变化和企业实际情况，灵活调整退出策略。

四、母基金

母基金，又称基金中的基金（FOF），是一种专门投资于其他基金的基金，具有多元化投资、专业管理、风险控制等显著特征。它通过投资于多个子基金，实现资产的多元化配置，降低单一基金的风险，并通过专业管理团队的运作，提升整体投资收益。母基金采用两轮风险分散策略，即在大类资产配置和子基金组合两个层面进行分散投资，有效控制投资风险。近年来，母基金在中国市场呈现出蓬勃的发展态势。随着资本市场的日益成熟与投资者对多元化投资需求的增长，越来越多的机构和个人投资者开始关注并配置母基金。



图 3-29 母基金投后管理

（一）投前预设事项：约定条款的跟进

由于母基金涉及投资多个子基金，实现资产的多元化配置，监管机构除关注母基金的资金来源和使用的合规性以外，还需要重点关注母基金对所投资子基金的管理和监督是否到位。因此，为有效实施对子基金的管理，母基金在投资决策中主要关注子基金的投资策略与自己的投资目标是否匹配，在投资协议中明确规定子基金管理人的管理费、业绩考核等内容，具体包括：

在合伙协议中一般会约定母基金向其投资人收取 1%的管理费、子基金向母基金收取 2%的管理费。这种典型的双重收费模式极大提高了投资成本；但也有一些母基金在协议中约定管理费的合并收取比例，如子基金收取的管理费率已达到约定收取比例，则母基金不再收取管理费；如果子基金收取管理费低于约定收取比例，则母基金可以收取一定的管理费。稳定的管理费收入有助于管理人长期为投资人提供专业、稳定的服务，也是保护投资的重要机制之一。

母基金会在合伙协议中约定管理人的绩效考核与返投要求形成对赌机制，如约定基金管理人未完成协议约定的引入资金要求，则在合伙企业清算时，根据合伙协议约定内容应支付给基金管理人的绩效分成的一定比例将返还母基金。

一般情况下，私募股权基金会根据基金的投资规模等因素设置基金存续期间，在实践中一般会要求母基金或子基金的存续期间不得超过一定期限，也有一些地方政府投资基金管理办法会限定母基金和子基金的存续期限，如规定母基金存续期限一般不超过 15 年，采用直接投资模式的基金、子基金存续期限一般为 7 年。因此在基金合伙协议中，应结合监管要求和实践操作明确约定母基金的存续期间，如合伙协议约定的存续期限变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 10 个工作日内，向基金业协会履行变更手续。

（二）母基金投后管理的主要工作内容

母基金投后管理主要工作的重要性在于保障母基金投资组合的质量、优化资产配置、有效控制风险、提升整体收益，并促进子基金及被投企业的健康发展，从而实现母基金长期稳健的价值增值，具体工作内容体现在以下几点：

1、定期报告报送

要求子基金管理人定期报送基金运营报告。对于直接投资的项目，收集被投资企业的经营信息，收集频率根据项目的性质和风险程度确定，一般至少每季度一次。基金管理人可要求被投资企业定期报送财务报表、财务分析等。当然，也可以委派财务总监到被投资企业，并组织公司财务部门负责对数据的汇总、分析，并及时提供对决策有用的信息。并且，根据法律法规和投资协议的约定，通常情况下，被投资企业有义务及时向基金管理人提供与企业经营状况相关的报告，包括但不限于月度报告、季度报告、半年度报告、年度报告和有关专项报告等。

2、投资项目管理

定期对投资项目进行估值，采用合理的估值方法，根据投资项目的性质、发展阶段和市场情况选择合适的估值模型。找出价值增长或下降的主要因素，如市场环境变化、企业自身经营业绩、行业竞争加剧等。评估价值变化对母基金投资回报的影响，为投资

决策提供依据。

3、信息收集与文档管理

在投后管理阶段，基金管理人应定期收集被投资企业的财务报表和运营报告等。定期对文档内容进行审查。检查文档内容是否准确、是否符合最新的法律法规和监管要求、是否需要更新或补充等。

4、建立风险识别与分类体系

从市场风险、技术风险、财务风险、管理风险、法律风险等多个维度，基金管理人识别投资项目可能面临的风险。对识别出的风险进行分类，基金管理人根据风险发生的可能性和影响程度进行排序。

5、风险预警与处置措施

针对不同类型的风险，基金管理人设定定量和定性的预警信号。针对不同类型的风险和预警情况，制定相应的风险处置预案。预案应包括风险应对的策略和具体的措施、责任人和时间节点。当风险事件发生时，立即启动应急处置机制。投后管理团队按照风险处置预案，迅速采取措施控制风险的蔓延。

（三）母基金投后管理的特殊工作内容

在母基金的投后管理中，实现对子基金管理人及子基金的管理是一个关键环节，这涉及到如何通过有效的策略和监督机制，确保子基金管理人能够按照母基金的整体目标和标准进行投资管理。以下是母基金在对子基金管理人的管理上的具体建议：

1、建立子基金监督机制

通过子基金管理人进行间接管理，监督子基金的表现和合规性；母基金授权代表参加子基金的合伙人会议，对重要议案进行审议和表决，确保母基金能够在子基金的重大决策中发挥积极作用；要求子基金定期提交财务报表，对子基金的财务报表进行详细分析，评估其财务状况和盈利能力。定期对子基金进行现场走访，了解其运营状况和管理团队的表现。通过定期的报告审查、现场走访和参加子基金的投资决策会议等方式，母基金监督子基金的管理和运营情况。

2、投资策略和目标设定

在投后管理中，母基金需要与子基金管理人密切合作，确保子基金的投资策略和运营符合母基金的整体目标和标准。母基金与子基金管理人共同制定投资策略和目标，确保子基金的投资方向与母基金的整体投资策略一致。

3、子基金管理人激励机制

母基金通过建立子基金管理人的激励机制，如收益分成、项目跟投和股权激励等，通过股权激励和资源支持等方式，可以促进母基金与子基金管理人之间的合作，形成互利共赢的局面，以激发子基金管理人的积极性和责任感。同时母基金可以与子基金管理人共同承担部分风险，如提供一定的损失补偿。这种方式可以减少管理人的后顾之忧，鼓励其更加积极地管理基金。

4、子基金差异化风险管理

与其他私募基金不同的是，母基金通过持有和管理多个子基金，实现资产的多元化配置，实现投资目标；因此，母基金涉及多种类型子基金，进行多层次管理，应采取系统化的管理模式对子基金进行风险管理，需要针对不同类别的子基金建立风险管理体系，对子基金进行风险分类管理，实施差异化的风控措施。针对正常运作类子基金，应保持与子基金管理人的积极沟通，重点关注其投资进展、项目收益情况，要求子基金提供定期报告，包括年报、半年报和季报，以反映其发展情况。针对需要特别关注类的子基金，应对其进行专项风险管理，建立风险预警系统，实时监测子基金的风险状况，及时发出预警信号，重点关注和跟进子基金及项目的发展情况，如发生重大异常事件，应要求子基金管理人及时形成专项风险管理报告，同时立即启动应急预案，采取相应的应对措施。此外，对不同类别的子基金采取现场走访和实地调研方式，对子基金的风险管理情况进行评估，确保其符合母基金的风险管理标准。

5、分散风险进行管理

母基金通过投资多个子基金，实现了风险的分散，降低了单一投资的风险。母基金通过多元化的投资组合方式，通过投资不同类型的投资工具，进行多资产类别的配置实现分散风险。通过投资不同行业的子基金，避免因某一行业出现问题而影响整个投资组合，投资不同地区的子基金，分散地理风险，尤其是对于受特定地区经济波动影响较大的投资。此外，母基金建立完善的风险管理系统框架，包括风险类别、风险评估、风险监控和风险应对措施，确保投资组合的稳健性。定期对投资组合的绩效进行评估，识别表现不佳的子基金，及时调整投资组合，确保投资策略的有效性和适应性。

（四）赋能增值

母基金投后管理的赋能增值内容极为关键，可以深度优化子基金的运营与投资策略，凭借专业资源与经验引导其精准布局、高效运作，提升子基金绩效与竞争力。具体内容包括：通过资源整合提升子基金的运营效率和投资回报。母基金借助行业资源、技术资源和市场资源等方式为子基金赋能增值；通过推荐行业内的优质合作伙伴，帮助子基金拓展业务网络。促成子基金与其他企业或机构的联合项目，共享资源和市场。帮助子基

金与科研机构、高校等建立技术合作，获取最新的研究成果。推荐银行、风投机构等融资渠道，帮助子基金获得资金支持。在母基金投资的多个项目处于同一产业链或具有互补性的情况下促进投资项目之间的协同合作。例如，组织投资项目之间的业务交流活动，推动技术合作、联合采购、联合营销等协同合作模式。

五、S 基金

S 基金，即私募股权二级市场基金，专注于从已成立的私募股权基金手中购买基金份额或投资组合，它侧重于通过提供流动性解决方案、利用市场的折价机会获取更高收益。S 基金主要投资于已成立的基金，为投资者提供了一个有效的退出渠道，填补了私募股权市场的流动性缺口。另一方面，S 基金还能利用市场的波动和折价机会，以相对较低的成本获取优质资产，从而实现更高的投资回报。近年来，基于中国私募基金行业集中出现的退出难题，S 基金在中国市场逐渐崭露头角，基金规模不断扩大，交易活跃度提升，逐渐形成了一定的市场影响力。

（一）投前预设事项：约定条款的跟进

S 基金与其他私募基金不同在于，其他私募基金通常是对一级市场的未上市企业进行直接投资，而 S 基金主要专注于私募股权二级市场，主要投资于已存在的私募基金份额或投资项目组合。监管除了关注投资本身的合规性外，还需要关注份额转让的合法性、转让程序的合规性以及交易价格的合理性等。因此，在 S 基金交易中，交易各方最为核心的关注点在于如何确定一个能使双方都满意的价值与价格，这是决定交易能否成功的关键所在。关于 S 基金在份额转让协议中的重点关注条款如下：

交易双方可以在协议中约定依据子基金自身的投资经营状况和与基金份额相对应的投资组合情况，针对基金份额在某一约定日期所对应的基金净值来设定特定的溢价倍数。而且，在转让过程中，如果发现原基金对资产的估值存在偏差（如高估或低估），可以通过协商或按照既定的公式对转让价格进行调整。另外，考虑到基金份额价值因其他因素导致 S 基金资产价值受损，S 基金可以在基金份额转让协议中设置一定的定价保护条款，比如设置分期付款条款等，以保护 S 基金资产价值。

在 S 基金交易中，为保证基金份额受让人合同目的实现，应注意在基金份额转让协议中明确约定基金份额转让的交易目的，也就是要在协议中明确约定受让基金份额是为了使底层资产实现或达成预期条件。并且考虑到底层资产因其他因素导致股权价值下跌从而使基金份额受让人面临损失时，受让人需要在基金份额转让协议中明确约定底层资产对应的股权价值，这样当交易目的不能实现时，受让人可以依据合同目的不能实现进而维护自身合法权益。

投前预设事项：约定条款的跟进

估值调整机制条款及定价保护条款、交易目的条款、
底层资产价值条款

S基金投后管理的主要工作内容

- ▶ 建立运营管理机制
- ▶ 资产监控与评估
- ▶ 退出时机把握

S基金投后管理的特殊工作内容

- ▶ 基金份额转让的场所要求
- ▶ 基金份额转让的特殊程序要求
- ▶ 基金份额转让的估值定价

赋能增值

- ◆ 组合重组：打破基金边界重新打包资产，构建跨行业、跨阶段的资产组合，对冲单一领域风险。
- ◆ 分级持有：采用“稳健型+高收益型”结构，既吸引保守资金入场，又保留超额收益捕获权。
- ◆ 运营赋能：针对不同资产痛点注入资源，包括追加研发资金，证券化变现等，将“僵化资产”转化为“活性资产组合”。

图 3-30 S 基金投后管理

（二）S 基金投后管理的主要工作内容

S 基金管理人投后管理阶段的工作极其重要，是精准评估底层资产、有效管理投资组合、合理把控交易风险、挖掘资产增值潜力、保障 S 基金投资者利益和实现基金投资策略顺利落地的关键所在。具体工作内容主要有以下几个方面：

1、运营管理机制

为便于对底层资产进行日常运营和管理，S 基金会与存续基金的管理团队开展合作，

建立定期沟通机制，确保双方能够及时交流信息，协调管理事宜。对存续基金管理团队的专业能力、经验和管理水平进行评估，确保其具备管理底层资产的能力。同时也会选择具有丰富经验和良好声誉的外部专业机构，如会计师事务所、律师事务所、资产评估公司等。对底层资产进行日常运营和管理，确保资产的正常运转和增值。

2、资产监控与评估

建立有效的资产监控机制，利用先进的资产管理平台，实时监控底层资产的运营情况，包括财务状况、项目进展、市场动态等。建立定期底层资产检查机制，对底层资产的运营情况进行详细检查和评估，并向投资人提供详细的报告和数据分析。同时，定期召开投资者会议，通报底层资产的最新进展和管理情况，增强投资人的信心和满意度。投资人应时刻关注底层资产的行业前景、市场竞争力、财务状况等，以评估其未来增长潜力和退出价值。

3、退出时机把握

市场环境的变化、底层资产的质量和交易对手方的实力等都会影响基金收益，因此应根据市场情况和底层资产的表现，制定合适的退出策略，S基金的退出策略主要包括基金份额转让、底层资产转让和接续基金等，在不同的退出策略中，面临的风险包括流动性风险、市场风险、法律与合规风险以及信用风险等，为有效应对这些风险，应采取以下措施：将不同退出策略下的风险进行量化评估，并根据风险大小和可接受程度进行排序。针对识别的关键风险点，制定相应的风险管理措施，确保在风险发生时能够迅速采取行动。基于底层资产质量、市场环境、交易对手方实力等关键因素，对不同退出策略下的潜在收益进行预测和比较。这有助于投资者全面了解各退出策略下的收益水平和变化趋势，从而做出更加明智的投资决策。

（三）S基金投后管理的特殊工作内容

S基金投后管理呈现出独特的工作范畴，其具体的特殊工作内容主要体现在以下几个方面：

1、基金份额转让的场所要求

《关于规范证券投资基金期货相关金融产品转让交易有关事项的通知》（证监办发〔2015〕88号）规定，未经国务院金融管理部门批准，上述金融产品（证券投资基金期货等相关金融产品）不得通过其他交易场所转让交易；《清理整顿各类交易场所部际联席会议第三次会议纪要》（清整联办〔2017〕30号）规定，未经国务院金融管理部门批准，不得设立从事信贷、证券、保险等金融产品（包括私募基金）交易的交易场所，其他任何交易场所也不得开展信贷、证券、保险等金融产品交易。私募基金份额具有明显的金融属性，因

此未经中国证监会批准，各类交易场所不得开展私募基金份额转让。

自 2020 年 7 月国务院常务会议提出在区域性股权市场开展私募股权和创业投资份额转让试点以来，证监会先后同意在北京、上海、广东、江苏、浙江、宁波、安徽、湖北等 8 个地区的区域性股权市场开展试点，一定程度上拓宽了私募基金退出渠道，完善了私募基金市场生态体系。

2、基金份额转让的特殊程序要求

基金份额转让的“非公开”要求：《私募投资基金监督管理条例》规定，私募投资基金的募集和基金份额转让遵循非公开原则，应当面向合格投资者进行，这意味着 S 基金在转让基金份额时，必须确保交易在合格投资者之间进行，在转让过程中和转让后，持续向投资者提供最新的基金运作情况和重要事件，确保信息的透明度；应避免公开市场操作，以保护投资者利益和维护市场的稳定性。

国资基金份额转让的特殊程序规定：在 S 基金从标的基金的有限合伙人处受让份额的过程中，若涉及到含有国有权益的 LP 份额转让具有特殊的程序要求，必须严格遵守国有权益登记的要求，完成相应的国有权益变更登记程序。此过程需由涉及的国有企业按照规定的层级上报至其直属的国资委；同时，在决定转让份额的交易场所时，应依据中国证监会和国资监管部门的相关规定，确认该合伙制私募基金是否符合要求，如上海市国资委规定，上海国有基金份额转让应当通过上海市经中国证监会批准开展私募股权和创业投资份额转让试点的交易场所（上海股权托管交易中心）进行转让；另外，不同地区的国资基金监管政策可能存在差异，对于某些特定情况下的认定标准及豁免条件也不尽相同。鉴于上述复杂性和专业性要求，建议与计划转让份额的国有资本 LP、当地国资基金管理的相关部门以及专业的第三方法律顾问进行深入交流和详尽核实，确保所有步骤均符合现行法律法规及地方性规定的要求。

3、基金份额转让的估值定价

在 S 基金交易过程中，尽职调查和估值定价是关键环节。特别是国资基金份额转让，相关评估报告通常会作为交易定价的参考依据，以防止国有资产流失。各地对国资基金份额转让的估值标准和要求存在不同，如北京市采取市场化方式确定最终转让价格。首次转让报价应以评估或估值结果为准。上海市规定基金份额应当进行评估和备案，若因客观条件限制，无法获取评估必需工作资料或无法有效履行必要评估程序的，可以采用估值报告并按照相关要求备案。符合规定条件的，可按经备案的评估值或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定相应价格。S 基金在进行基金份额转让时，对于国资基金份额转让必须进行资产评估作价，对于非国资的基金份额转让的评估，虽没有强制要求，但也应确保估值定价的公允性和合理性，保护投资者利益，维护市场的公平和透明。

（四）赋能增值

S 基金在让原持有人迅速变现的同时，亦能以其主动且专业的运作能力为底层基金和资产赋能。

作为私募市场的“破冰船”，S 基金以折价收购为原投资者提供紧急退出通道，将传统基金 7-10 年的锁定期缩短至 3-5 年，既缓解原持有方的资金压力，又通过资金快速回笼再投资，形成“退出-再配置”的良性循环。

S 基金投资入场后，即以其专业能力实现从“被动接盘”到“主动盘活”的转变。S 基金的核心竞争力在于对存量资产的二次加工能力，通过三大策略组合实现风险分散与价值跃升。（1）组合重组：打破基金边界重新打包资产，构建跨行业、跨阶段的资产组合，对冲单一领域风险；（2）分级持有：采用“稳健型+高收益型”结构，既吸引保守资金入场，又保留超额收益捕获权；（3）运营赋能：针对不同资产痛点注入资源，包括追加研发资金，证券化变现等，将“僵化资产”转化为“活性资产组合”。以高盛 S 基金收购欧洲某养老基金旗下 7 个医疗项目为例，高盛采用（1）收购 7 个不同医疗领域的资产，重新打包；（2）将资产包分为两块，部分稳健型资产卖给保险公司，承诺固定收益；剩余高收益型资产自行持有，用以获得超额利润；（3）针对不同资产采用不同策略：对于部分处于临床试验后期的创新药项目，追加研发资金；把部分医疗器械公司与中国的药企对接，借助产业链协同降低成本；最后将剩余项目打包成金融产品，在新加坡证券交易所上市变现。最终通过重组资源、注入运营能力，盘活底层资产，提升资产价值。

第九节 跨境私募股权基金投后管理特殊关注事项

跨境基金是指跨越多个国家或地区进行投资的基金，与单一市场基金不同，跨境基金在投后管理上面临更复杂的挑战，特别是在跨国监管方面，如金融、证券、外汇和税收等不同国家的法规差异。此外，跨境基金还需处理境内外管理的衔接问题，涵盖信息披露、风险管理和退出机制等，确保符合不同市场的合规要求和操作灵活性。

一、平行基金

平行基金是指与主基金结构相似、但独立运作的基金，针对特定投资人群体或市场的需求而设立，投资策略、资产配置与主基金一致。平行基金的主要特征包括：独立的资金池、与主基金共享投资机会、独立的投资人群体和管理结构。平行基金通常用于应对跨境投资中的税收、合规或市场准入问题，或满足特定投资者的定制需求（如合伙人结构、投资额度等）。目前，随着全球资本流动的加速和跨境投资的增多，平行基金在私募股权、风险投资等领域得到广泛应用。未来，平行基金将进一步向全球化、定制化

发展，尤其是在税务优化和合规管理方面的需求将推动其创新和多元化发展。



图 3-31 平行基金投后管理

（一）投前预设事项：约定条款的跟进

在中国境内，私募基金的监管主体主要包括证监会和其派出机构，如地方证监局、中国证券投资基金业协会等。私募基金主要需要遵守的法律法规为《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》《证券期货投资者适当性管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》《私募投资基金合同指引》《私募投资基金募集行为管理办法》《私募投资基金信息披露管理办法》等等。

在境外，以英属维尔京群岛(British Virgin Islands, “BVI”)为例。BVI 以其税收的优势，是全球范围内最受欢迎的离岸基金设立地之一。在 BVI 设立的私募基金的监管主体为 BVI 金融服务委员会(Financial Services Commission, “FSC”)。私募基金主要需要遵守的法律法规为《金融服务委员会法案》(Financial Services Commission Act, 2001)、《证券与投资业务法》(Securities and Investment Business Act, Revised 2020)、《共同基金条例》(Mutual Fund Regulations, Revised 2020)、《证券与投资条例(孵化基金和获准基金)》(Securities and Investment Business Incubator and Approved Funds Regulations, Revised 2020)、《监管法则》(Regulatory Code, Revised 2020)等等。

在平行基金的投后管理中，LP 和 GP 之间的资本承诺是关键条款之一，通常约定 LP 在指定的时间表内按承诺向基金投入资金。基金管理人需要对 LP 的资本投入进行监督，确保其按时兑现资本承诺。同时，投资决策权的约定也是投后管理的重要环节。尽管基金管理人通常拥有投资决策权，但 LP 在某些情况下对投资决策有一定的参与或限制。例如，投资委员会的决策可能需要 LP 的参与，或者基金管理人仅能在特定行业或地区进行投资，以确保资金的流向符合预定方向。在这种情况下，基金管理人需要与 LP 进

行谈判，争取降低这些限制。另外，LP 的资金通常有一定的锁定期，通常为 5-10 年，期间 LP 不能轻易退出或转让其基金份额，基金管理人需在此期间进行有效的监管。同时，基金管理人需履行定期报告义务，向 LP 提供财务报告、投资组合更新及投资绩效的详细信息，以便 LP 能够定期监督基金运营并规避风险。最后，在跨境平行基金中，争议解决条款尤为重要，因为这些基金常涉及不同司法管辖区域的法律。一般约定通过友好协商解决争议，若协商不成，则提交双方认可的仲裁机构进行仲裁，且仲裁结果具有终局性与约束力。基金管理人在选择仲裁地点时，应考虑该地区的公允性以及资本市场的成熟度。

平行基金的投后管理要确保各基金之间具有共同的投资策略和管理方向，基金管理人需要达成一致的关键投资决策。投资项目的投资比例与资金分配顺序需要明确规定，确保各基金的资金承诺能够按比例完成。若某一基金未能按时或按比例注入资金，协议应规定如何解决此类缺口问题。此外，基金管理人还需要设立信息披露条款，定期在各基金之间进行信息共享，如定期会议和报告，确保各方了解基金运营的实时情况。

（二）日常管理

平行基金交割后，日常管理也是保证基金长久持续运行的重要一环，需要定期报告基金的运营情况和财务状况，并处理税务、合规以及法律事务等问题。平行基金的日常管理包括定期对境内外信息的披露以及分别建立投后档案管理。

首先，基金管理人需要保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。根据我国《私募投资基金信息披露管理办法》，私募基金管理人在私募基金募集期间向投资人提供的宣传推介材料中介绍基金架构的，必须包括是否为母子基金、是否有平行基金的信息。由于私募基金管理人信息披露的本质在于向投资者揭示风险，保障投资者的合法权益并恰当作出投资决策，这也从侧面证明了平行基金架构下可能存在的利益冲突情况。

其次，而针对境外基金，基金管理人同时应当注意信息的披露，例如，2023 年 8 月 23 日，美国证监会（SEC）通过了新规及规则修正案，加强了对私募基金投顾的监管，并更新了适用于所有投资顾问的合规守则。SEC 要求注册的私募基金投资顾问需要向投资者提供季度报告，内容包含基金费用、支出及业绩表现情况等特定信息。此外，新规还要求在 SEC 注册的私募基金投资顾问获得并向投资者公布其提供投顾服务的每只私募基金的年度经审计财务报告，并就投资顾问主导的二级市场交易提供公允性评价和估值意见。

最后，基金管理人应当为两支基金分别建立投后档案管理，这将帮助管理人在面对诉讼或仲裁风险时提高其行动的速度。在整个投前和投后阶段，所形成的交易文件、决策过程性文件可能会经过多人经手，如果没有妥善保存，将可能发生资料遗失的问题。

在面对诉讼或仲裁情况下，会影响到庭审的胜负，甚至基金管理人可能会因管理失职而被追究责任。因此，内部建立投后档案管理是非常重要的一个环节。

（三）风险管控

跨境平行基金在全球化投资环境中面临诸多复杂的风险挑战，因此其风控管理显得尤为重要。风险管理的核心是对多种风险的全面识别、评估与应对，确保基金在动态变化的市场环境中能够保持稳定运作。有效的风控管理不仅需要科学的风险识别与评估方法，还要求通过合理的资产配置、风险敞口控制、流动性管理及合规监控等措施，确保基金能够抵御市场波动、汇率变化、政治风险等多重风险，实现长期稳健的发展。

跨境平行基金的风控管理首先需要识别和评估多种风险类型，包括市场风险、汇率风险、政治风险和流动性风险等。基金管理团队必须全面评估这些风险，针对每一种风险制定相应的管理策略，以确保基金的风险始终处于可控范围内。投资组合管理是风控体系中的重要环节，通过合理的资产配置和分散投资，跨境平行基金能够有效降低单一市场或资产类别的风险，并在多个市场和经济周期中实现收益与风险的平衡。为确保基金风险不过度集中，基金管理者会采取投资限制和风险敞口控制措施，同时定期进行压力测试和情景分析，预测潜在的市场风险，并确保投资组合能够应对不同市场波动。

风险监测和报告同样是跨境平行基金风控体系中的关键部分。基金需要持续监控投资组合的风险状况，并定期向投资者和监管机构报告风险管理的进展。及时发现和应对潜在的风险问题，可以帮助基金保持透明和合规运营。合规管理则确保基金遵守各国和地区的法律法规，以及合同条款，保护投资者利益并维护基金声誉。针对具体风险，跨境基金管理团队还需采取有效的措施进行应对。市场风险管理要求密切关注市场动态，汇率风险管理则需要利用外汇衍生工具对冲汇率波动。政治风险管理则通过政治风险保险或分散投资来降低政治环境不稳定的影响，而流动性风险管理确保基金在资金需求较高时能够保持足够的流动性，灵活调整投资组合。

跨境平行基金的风险管理离不开一个高效的组织架构和职能设置。基金公司应设立独立于业务部门的风险管理职能部门，负责基金整体风险管理策略的制定与实施。董事会对基金的整体风险管理负有最终责任，而风险管理团队则负责风险的识别、评估、监控、报告和合规管理，确保策略在全球多个市场中灵活执行，并能够应对复杂多变的市场风险挑战。通过这些综合措施，跨境平行基金能够实现有效的风险分散与全球资产配置，确保基金的稳定运营，推动长期稳健发展。

（四）其他日常工作

跨境平行基金的投后管理涉及多个方面的协调与细致操作，目的是确保基金在全球

范围内实现有效的投资管理、风险控制和合规遵循。由于跨境平行基金通常涵盖多个国家和地区，其投后管理不仅需要有效的内部控制，还要求适应不同法律法规、市场环境和行业动态。为了确保基金在复杂的跨境环境中保持稳定运营，基金管理团队需要实施严密的风险监控、定期的项目评估、及时的策略调整以及全面的合规管理。

首先，跨境平行基金在投后管理过程中需要对投资项目进行定期跟踪和评估。项目负责人定期向投后管理部门汇报项目的最新进展，包括财务状况、业务进展以及市场环境的变化，同时，风险管理部门会通过风险评估，对每个项目的潜在风险进行监控，并及时提出改进建议。这一过程帮助基金发现潜在问题，确保投资项目按计划推进。基金管理团队也会根据项目的风险等级进行分级管理，高风险项目将接受更加频繁和深入的跟踪与监控，从而确保任何异常或风险能够及时被识别并处理。

其次，信息披露和合规管理是跨境平行基金管理的基础要求。基金必须确保其投资活动符合各地的法律法规，及时向投资者和监管机构披露相关信息，以保持透明度。同时，定期的合规审查可以确保基金的投资和运营活动始终符合所在国家和地区的监管要求，减少法律风险并防范潜在的合规问题。此外，基金还需要根据不断变化的市场环境进行投资策略的调整与优化。通过持续的市场研究，基金管理团队能够分析宏观经济环境、行业趋势及竞争格局，及时调整投资策略以应对市场变化，并定期优化投资组合，确保风险与收益的最佳平衡。

最后，跨境平行基金需要建立健全的内部控制和合规管理机制，以确保投资活动的合规性和被投企业的可持续发展。风险合规部门在项目执行过程中提供法律支持，并对项目进行定期的合规审查，确保基金在全球范围内遵守所有适用的法律法规，规避潜在的法律风险。退出策略是投资管理的重要组成部分，基金通常会采用多元化的退出渠道，如 IPO 上市、并购退出和股权转让等，以实现最大化的投资回报。退出时机的选择则依赖于资本市场环境和被投企业发展情况的评估，确保在适当的时机实现资金的有效回流和利润最大化。

二、QFLP 基金

QFLP 基金（合格境外有限合伙人基金）是境外投资者通过资格审核和外汇资金监管程序后，将境外资本转换为人民币资金，投资于中国的私募股权（PE）和风险投资（VC）市场的一种基金。其主要特征包括：一是外资主导，由境外投资者出资；二是投资方向集中在非公开交易的企业股权，特别是早期和中期成长型企业，以及房地产领域；三是资金转换和准入审批严格，要求将外汇资本转换为人民币，并经过相关部门的审批；四是试点制，采用额度管理和审批制，政策因地区而异，需要向地方金融部门申请；五是享有一定的地方政府优惠政策，如税收减免、落户奖励和高管住房补贴等。近年来，QFLP 基金在中国呈现出稳步增长的态势，随着金融市场的逐步开放，更多境外资本通过 QFLP

渠道进入中国市场，涵盖科技、医疗、消费等多个行业，助力实体经济发展。未来，随着中国金融市场进一步开放以及创新驱动战略的推进，QFLP 基金有望继续保持增长势头。各地政府可能会进一步优化政策，提升服务效率，吸引更多优质外资参与中国股权投资市场。



图 3-32 QFLP 基金投后管理

（一）投前预设事项：约定条款

在设立 QFLP 基金的过程中，基金管理人需遵循各地省级和市级部门的监管规定，确保基金的合规性。QFLP 基金作为跨境投资工具，涉及复杂的外汇管理、税务安排和退出机制等方面的规定，因此，基金管理人在拟定投后管理条款时，需要细致考虑外部监管要求及境内外投资者的不同需求，确保基金的平稳运营。

QFLP 基金的设立需要在省级部门颁布相关办法后，由市级以上的金融监管局进行具体监管，并且严格遵守当地的监管规定。尽管日常监管和资质审核相对宽松，但 QFLP 基金仍需依赖于托管银行进行外汇结汇等业务的办理，且各地对于境外 LP、境内机构投资者和个人投资者的要求有所不同。因此，基金管理人应根据 LP 的具体情况，选择合适的设立地点。在设立和资金流动方面，根据各地外汇管理指引，QFLP 基金需要获得外汇管理部门的批准，条款中应明确规定境外 LP 资金进入和退出中国的渠道，确保资金流动符合外汇管理要求。

QFLP 基金的条款应明确约定 LP 的投资收益、分红安排以及退出机制。利润分配的方式、比例、时间和税务处理需要在条款中详细说明，确保各方对投资回报的预期一致。而退出机制则是境外投资者关注的重点，条款应规定退出方式和条件，例如份额转让、清算退出等。税务条款也是 QFLP 基金设立过程中不可忽视的部分，境外 LP 在中国的税

务问题较为复杂，管理人应通过明确双方的税务责任，并借助中外税务协定来减少税收负担，确保基金的税务合规性。

（二）日常管理

从日常管理的角色上来看，LP 作为投资者，主要贡献的是资金，不会直接参与投资项目的日常管理工作。基金管理者负责日常的管理和操作，主要负责制定投资计划、资金的管理及分配、定期和不定期投后检查以及境外投资者主导。

基金管理人负责寻找合适的投资机会，在进行尽职调查出具风险评估报告，作出最后的投资决策。基金管理人和 LP 之间通常会提前制定投资策略和目标，以保证整体投资方向。基金管理人负责管理基金的现金流、资金调用以及收益分配。基金管理人在运营的过程中需要确保基金有足够的流动资金支持日常运营。基金管理人应当在投资计划实施后，针对目标企业、目标项目以及对可能影响到的风险因素进行监控和分析，对于发现的问题及时向 LP 披露并且提出解决方案。

QFLP 基金的资金需经过严格的入境审批和外汇转换程序，将外资资金兑换为人民币，并接受相关部门的审查和监管。QFLP 基金实施试点制，采用额度管理和审批制，政策在不同地区可能有所不同。各地政府通常会提供税收优惠、落户奖励等政策支持，以吸引外资，促进地方经济发展和优化投资环境。

（三）风险管控

基金管理者为风险管控的主要义务人。从项目风险等级划分来看，在中国境内，针对 QFLP 基金投资项目的风险等级划分依然需要遵循投资者适当性指引的规定，基金产品或者服务的风险等级要按照风险由低到高顺序，至少划分为：R1、R2、R3、R4、R5 五个等级，可以根据实际情况在前款所列等级的基础上进一步进行风险细分。

在基金管理人进行项目投资后，可以针对被投资项目正在运营的重点项目进行风险监控、定期查阅被投项目的涉诉信息、针对被投项目的资金用途进行监控、针对被投项目的股权、实际控制人、高管变动进行检查等等。

（四）赋能增值

QFLP 通常通过提供资源支持、参与被投企业的战略咨询和治理结构的优化方式来为基金及被投项目赋值。QFLP 可以利用自身的商业网络、资源和行业经验，为基金或者被投项目提供有力资源支持。例如，境外 LP 可能是境外行业内的领先公司，他们可以帮助被投企业拓展业务、提供市场机会或技术支持。一些经验丰富的 LP，特别是来自企业背景的 LP，可以在被投项目的战略决策中发挥顾问作用，帮助其快速成长。针对被投项

目的原管理团队，QFLP 的参与将会为其引入新的想法以及提供日常的运营支持，例如在市场营销、财务管理、人力资源、供应链管理方面提供专业建议。

三、QDLP 基金

QDLP 基金（合格境内有限合伙人基金）是一种允许合格境内投资者向海外私募股权基金投资的机制，提供了全球资产配置渠道。其主要特征包括较高的投资门槛、灵活的投资策略（涵盖科技、医疗、消费等多个领域）、有限合伙制结构以及与海外市场表现紧密相关的收益风险特征。近年来，QDLP 基金在中国发展加速，成为重要的海外资产配置工具，在我国，QDLP 最开始于 2012 年在上海的试点，此后天津、青岛、广东、江苏、北京、海南、深圳等多个地区陆续开始 QDLP 试点，部分地区还不断扩大 QDLP 试点规模。QDLP 支持了中国资本市场的国际化发展，允许国内投资者以有限合伙人身份参与境外的私募股权投资基金。随着政策放宽和市场逐步完善，基金数量和规模不断扩大，未来有望继续稳步发展，提供更多投资机会，并受益于优化的政策环境。



图 3-33 QDLP 基金投后管理

（一）投前预设事项：约定条款的跟进

在 QDLP 的投后管理中，LP 与基金管理人之间的约定条款至关重要，既保障了 LP 的投资权益，也确保了基金的有效运营。由于 QDLP 基金在监管上既受到中国证监会的监督，也需遵循申请地的相关法律与规定，因此，在投资条款的设计上应充分考虑跨境投资的特殊性和监管要求。以下是关于 LP 与基金管理人之间常见的关键约定条款的分析。

首先，建议明确出资时间条款，规定 LP 的出资时间和金额，并制定具体的出资时间表。对于未按时出资的情况，条款中应设定明确的违约责任。基金管理人则需在投资开始后，按照时间表督促 LP 按期出资。如果由于外汇监管等原因造成资金无法按时到账，协议中应约定可替代的解决方案，以避免资金缺口影响基金的运作。

其次，关于 LP 的投后管理权与决策权，虽然 LP 通常不参与日常运营，但为了保障其权益，应当赋予 LP 在重大投资事项上的否决权。例如，在涉及大额投资或关联交易等关键决策时，LP 可以行使否决权。此外，基金管理人需定期向 LP 提供关于基金运作的情况、财务报表及投资组合等信息，以确保 LP 的知情权和监督权，进而有效管理投资风险。

最后，QDLP 基金的退出机制和流动性条款也需要明确规定。基金的存续期限应根据投资标的的性质和市场情况来设定，同时应明确基金到期后 LP 如何退出以及提前退出的条件。对于提前终止基金运营的条件也应有相应的约定。争议解决条款方面，虽然 QDLP 基金的管辖法律通常为中国法律，但涉及境外投资时，部分事项也可能受境外法律管辖。双方应事先明确争议解决方式，选择仲裁或诉讼作为主要的解决途径，以确保在出现争议时有明确、公正的解决机制。

（二）日常管理

QDLP 是中国政府为推动国内资本市场对外开放而推出的一项重要政策工具，允许合格的国内投资者通过基金渠道投资海外市场。QDLP 基金在多个监管机构的框架下运营，这些监管机构共同制定政策，确保基金合规运营，控制资本外流，并且能够灵活应对市场变化。通过灵活的投资额度管理、税收优惠政策、外汇管理等手段，QDLP 基金有效地平衡了投资者的利益与国家的金融稳定需求。

QDLP 基金的合规框架由中国证监会、外汇管理局以及地方金融办等相关部门共同管理，确保基金在合规框架内运行。基金管理企业的对外投资额度实行余额管理制度，根据市场状况和外汇管理政策进行调整，允许在设立的多个基金之间灵活调配额度，但总投资额度不得超过单个企业的上限。在境外投资机构参与方面，目前没有明确的上限限

制，但需遵循试点城市的相关监管政策。例如，海南自贸港的 QDLP 试点没有设定境外投资机构比例上限，但每个基金管理企业和每个项目的投资额度必须符合总额度限制，其他试点城市如上海和深圳则遵循类似原则，具体比例限制会根据当地政策变化而调整。

QDLP 基金的投资范围广泛，允许投资者参与全球市场的非公开投资。基金管理人必须是经过资格认证的境外机构，以确保基金运营符合法律和政策要求。在投后管理中，QDLP 基金受多重监管，投资额度的管理是核心，基金管理企业可以灵活调配各基金之间的额度，但需确保总额不超过批准的额度。此外，项目沙盒机制的引入，通过路演和质询环节，降低信息不对称并增强风险防范能力。税收政策也对 QDLP 基金的运营产生显著影响，税收优惠政策提升了基金的整体收益，但境外投资可能涉及复杂的税务问题，需要专业税务规划与合规管理。在外汇管理方面，基金管理企业需要遵循外汇管理局的相关规定，并灵活应对汇率波动的风险，使用汇率对冲工具来减轻汇率变动对基金收益的影响。

（三）风险管控

在 QDLP 的风险管控中，基金管理人需要根据多种因素定期评估风险，并采取有效措施确保基金的稳健运营。无论是跨境投资的合规管理，还是内外部风险的识别与应对，都是确保基金持续发展的关键。特别是对于 QDLP 基金而言，因其涉及复杂的法律法规、外汇管理及市场波动，基金管理人更需高度关注风险管理的细节。以下从多个角度对风险管控进行了详细分析。

首先，基金管理人应定期评估私募基金及其投资项目的风险。由于各国对于风险等级的划分标准不同，以欧盟为例，其通过《替代投资基金管理人指令》（AIFMD）、《金融工具市场指令 II》（MIFID II）以及市场实践来实施风险管理。AIFMD 与 MIFID II 要求基金管理人依据基金的投资组合、赎回政策、杠杆上限、市场波动、内部运营流程以及投资者分类等因素来判断基金及项目的风险等级。此外，QDLP 基金还需密切关注国家政策变化，尤其是涉及跨境投资与外汇管理的法规调整，因为这些因素可能对基金运营造成影响。外部市场因素，如证券市场波动、汇率和利率变化，也会直接影响基金的投资回报和风险暴露。

其次，QDLP 基金面临的内部风险包括信用风险、道德风险和操作风险等。信用风险主要涉及交易各方未履约导致的损失；道德风险则源于投资经理可能因个人利益作出不客观的决策；操作风险则与管理层决策失误、技术故障或操作流程问题有关。为了应对这些风险，QDLP 基金需要制定清晰的投资策略和决策流程，确保投资决策的科学性与合理性，并定期进行投资组合的风险评估和监控。这些措施能帮助基金及时识别潜在风险，采取相应的风险应对措施，如风险对冲和资产分散，确保基金应对市场波动和企业经营风险。

最后，QDLP 基金的投资额度管理和合规性风险是另一个重要环节。基金管理企业需要严格遵守监管机构的规定，在投资额度范围内进行投资，确保所有操作合规。由于跨境投资带来的外汇风险，尤其是汇率波动对基金收益的影响，基金管理人需采取有效的外汇风险管理策略，如汇率对冲工具。此外，基金还应定期向投资者和监管机构披露投资情况和风险管理措施，保持透明度，确保信息的及时和准确披露。为了应对可能的市场波动和政策变化，基金还应制定完善的应急预案，在极端情况下保持基金的稳定运作。

（四）赋能增值

QDLP 基金在投后管理中的赋能增值效果与 QFLP 基金相似，主要体现在为境外被投资方提供资源支持和跨境价值增值。首先，QDLP 基金凭借其国际化视野和跨境投资经验，能够引入国际先进的投资理念、管理经验和市场资源。这不仅帮助被投资企业拓展国际市场，还促进其学习国际先进技术和商业模式，从而提升全球竞争力。此外，QDLP 基金能够整合全球资源，如供应链、销售渠道和技术合作，为被投资标的提供重要的跨境资源支持，进一步提升其运营效率和市场地位。特别是在外汇风险和市场波动风险方面，QDLP 基金会提供专业的风险管理服务，帮助被投资企业有效应对跨境投资带来的风险，确保其长期稳健发展。

第四章

私募股权基金投后管理的发展趋势



随着我国资本市场的不断发展和完善，私募基金的力量逐渐壮大，成为资本市场的重要组成部分，对其的监管也日渐趋严，主要表现为细化分类监管、全链条监管和差异化管理。对于私募基金管理机构的管理已从募资、投资到管理、退出等各个环节进行规范，确保私募基金行业的健康发展。但是综合看，私募投后管理面临诸多挑战。

第一节 境内基金的投后管理发展趋势

近年来，我国私募基金行业经历了深刻的变革，逐渐从单纯追求数量的增长向着注重质量的发展模式积极迈进。这种转变有着至关重要的意义，私募基金通过将资金精准投向那些具有创新潜力的项目和企业，为创新资本的形成注入了源源不断的动力。同时，在产业转型升级的进程中，私募基金也扮演着关键角色，引导资本流向新兴产业，促使传统产业进行技术改造和结构优化，对于整个产业生态的升级和重塑发挥着越来越重要的作用。但与此同时，私募基金在投后管理阶段也面临着众多问题与挑战。

一、现阶段境内基金投后管理存在的问题与挑战

在私募基金行业快速发展且监管体系正持续完善的背景下，部分私募基金的投后管理工作仍仅仅停留在表面，未能真正深入到被投企业的运营管理中。投后管理流程存在诸多不规范之处。基金管理人信息披露意识缺乏，未依法履行信息披露义务等，主要体现在以下几点：

（一）投后管理流程不规范，未有效建立标准化管理体系

许多基金在投后管理阶段没有制定全面系统的管理流程计划，对投后管理各个环节的工作安排缺乏统筹考虑。例如，对于并购基金涉及的被投资企业的初创期、成长期、成熟期等企业阶段应该重点关注的事项和采取的措施缺乏标准的管理机制，导致投后管理工作随意性较大。此外，部分私募基金对于被投资企业管理目标的制定和策略，缺乏具体的量化指标，这种不明确的目标使得投后管理工作难以衡量成效，也无法有效评估是否达到预期的投资收益。同时，在投后管理流程执行过程中，部分私募基金也没有清晰的投后管理人员分工。对于项目跟踪工作，缺少明确的负责部门和负责人员对项目进行跟踪管理；这种职责不清容易导致工作推诿，当企业出现问题时，无法确定是哪个环节的人员应该承担责任，进而影响问题的及时解决。

另外，投后管理工作有许多项目时间节点需要严格把控，如定期的企业走访、财务报表收集与分析等。然而，部分私募基金没有明确这些时间节点，如监管要求定期收集企业财务报表并进行分析，但实际操作中可能由于各种原因不能按时完成，使得对企业财务状况的监控出现断层，无法及时发现潜在的财务风险。最后，投后管理过程中的文档记录工作往往容易被忽视。部分私募基金对于和被投资企业的沟通会议、重要决策过

程、企业经营数据等没有完整的记录，同时也可能发生存档管理混乱的问题。没有统一的存档标准和管理系统，文档可能分散在不同人员的手中，或者以不同的格式存储在不同的设备中。这不仅不利于信息的共享和查阅，还可能因为存储设备故障、人员离职等原因导致文档丢失，使投后管理的历史数据和经验无法有效积累和传承。

（二）管理人信息披露意识缺乏，未能全面依法履行信息披露义务

部分基金管理人没有充分意识到信息披露对于投资者权益保护和市场公平公正的关键作用。他们可能将主要精力集中在基金的投资运作上，而忽视了信息披露这一环节。私募基金管理人因信息披露不合规而被监管机构处罚或承担赔偿责任的案件日益增多。实践中基金管理人违反信息披露规定被处罚的事由包括未按规定定期向投资人披露季度报告、年度报告等，或者未履行临时信息披露义务，对于可能影响投资者合法权益的关联交易、发生重大事件等未及时向投资者进行披露。或者在信息披露过程中，提供虚假的信息或者对事实进行夸大、隐瞒，做出误导性的陈述，导致投资者利益受损。

投资者依据季度报告和年度报告了解基金的运营情况、投资组合和财务状况等重要信息。如果基金管理人未按时向投资者披露，投资者就无法及时评估基金的表现，从而影响他们的投资决策，并且定期信息披露不按时也会引发市场对该私募基金管理人的信任危机。对于一些涉及基金财产的重大操作，如关联交易、巨额赎回等影响投资者权益的重大事件，如果不及时披露，一旦消息泄露，会引发市场的猜测和恐慌。这种不确定性会导致基金份额价格的波动，不仅影响基金投资者利益，还可能对整个私募基金市场的稳定产生负面影响。另外，信息披露内容不真实或误导性陈述，会导致投资者基于错误的信息做出投资决策，影响投资者对基金的信任和满意度。

（三）投后管理机构对增值服务重视程度不够，缺乏个性化增值服务理念

在私募基金领域，投后管理增值服务占据着关键地位。所谓投后管理增值服务，是指投资机构在完成投资操作后，为被投企业提供一系列增值服务，助力企业在战略、管理、技术等多个层面实现升级与提升。投后增值服务能够全方位地促进被投资企业发展，是私募基金投资成功与否的重要因素之一。但在实践中，私募基金在投后管理增值服务部分也存在一些问题：部分投后管理机构在增值服务方面存在过度追求短期目标的现象，将重点放在改善被投企业的短期财务指标上，却忽略了企业长期发展以及可持续性的需求，这种以短期导向的增值服务模式极有可能损害被投企业的长期利益。

部分投资管理机构对增值服务的重视程度严重不足。他们通常更侧重于投资前的尽职调查工作，而对投后管理的增值服务有所忽视，未意识到增值服务对企业价值提升的重要性；投资管理机构对被投资企业的增值服务缺少个性化定制，由于被投资企业所处的行业、发展阶段、市场定位和用户需求等存在差异，部分投资管理机构对不同被投资

企业采取统一化的增值服务模式，缺少针对性的服务理念，无法满足特定被投资企业的服务需求，导致被投资企业的价值提升存在难度。

二、境内基金投后管理的发展趋势

境内基金投后管理的发展趋势呈现出多方面特点。一方面，在价值创造模式上，从单纯关注投资回报逐渐转向深度参与被投企业的战略规划、运营管理转变，以提升企业的内在价值和核心竞争力来实现更高的投资收益。另一方面，数字化应用不断加深，借助大数据、人工智能等技术，对被投企业的财务数据、市场动态等进行实时风险监测和分析，以便更及时、准确地掌握企业状况和风险，提高投后管理的效率和决策的科学性。同时，政策力度和监管层面日益加强，相关政策法规不断完善，对投后管理的信息披露、关联交易等方面的要求愈发严格，促使私募机构更加规范地开展投后管理工作。并且，随着市场竞争的加剧，私募机构之间在投后管理方面的合作也逐渐增多，通过资源共享、优势互补，共同提升对被投企业的管理和服务水平。

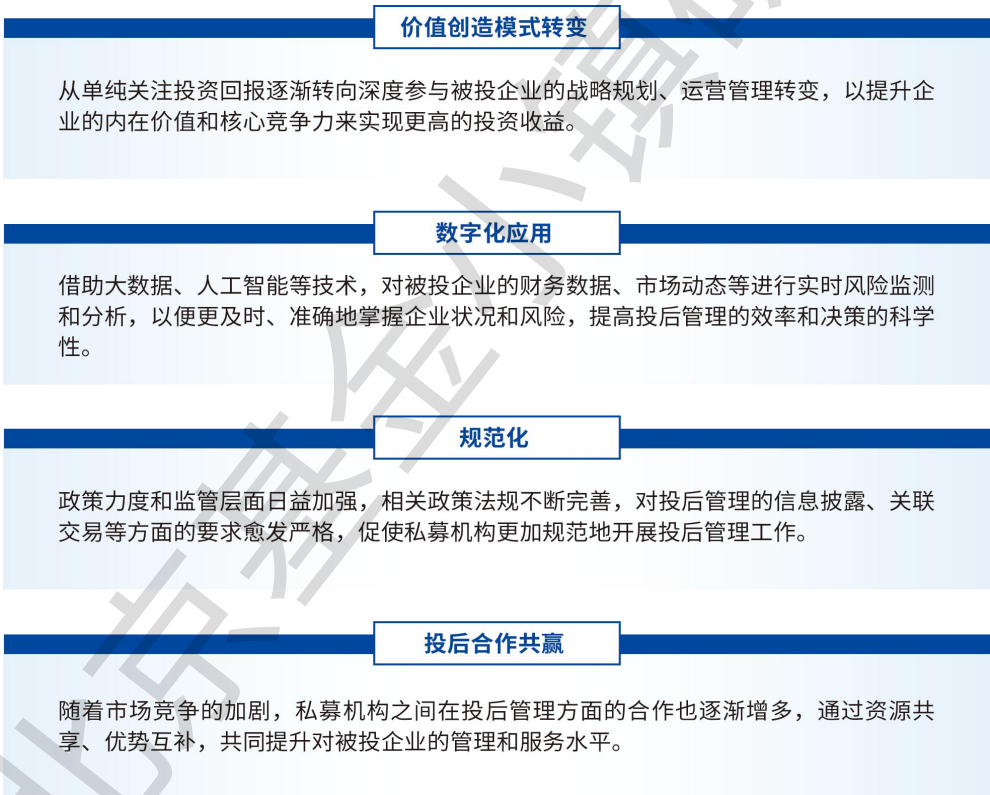


图 4-1 境内基金投后管理发展趋势

（一）严监管趋势持续，基金管理人与投资人责任界定明确

在私募基金的运作过程中，基金管理人承担着重要的责任。近年来对私募基金管理人的监管政策逐步趋严，进一步明确基金管理人的职责和义务；同时，监管层面也越来越合理界定投资人的责任。

1、对基金管理人提出更严格的信息披露要求

信息披露主体范围方面。中国证监会于2024年7月5日发布《关于就〈私募投资基金信息披露和信息报送管理规定（征求意见稿）〉公开征求意见的通知》，《私募投资基金信息披露和信息报送管理规定（征求意见稿）》（以下简称《信披规定（征求意见稿）》）对私募投资基金信息披露和信息报送内容提出更严格的规定。根据《信披规定（征求意见稿）》内容的理解，信息披露的义务主体包括私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金服务机构及其从业人员，现行有效的《私募投资基金信息披露管理办法》规定信息披露主体包括私募基金管理人、私募基金托管人，以及法律、行政法规、证监会和基金业协会规定的具有信息披露义务的法人和其他组织。《信披规定（征求意见稿）》拓宽了信息披露主体范围，对私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金服务机构的从业人员同样提出严格的信息披露要求，若上述机构的从业人员违反信息披露和报送的有关规定，中国证监会及其派出机构可以依照相关规定采取相应行政监管措施。

重大事项信息披露和报送方面。《信披规定（征求意见稿）》规定出现影响私募基金管理人及私募基金正常运营、可能损害投资者权益的重大风险事项的，私募基金管理人应当及时向基金业协会、注册地和风险事件发生地的中国证监会派出机构报告；私募基金托管人、私募基金服务机构在发现重大风险等情形时，有向投资者披露信息以及向基金业协会、中国证监会派出机构报告的义务。《信披规定（征求意见稿）》虽未明确具体的重大事件报告时间限制，但整体强调了信息披露的“及时性”要求，这意味着在发生重大事件时，相关主体应尽快履行报告义务，以便投资者和监管机构能够及时了解情况。信息披露应当采用非公开方式，通过邮寄、网站、移动客户端、电子邮件、短信等途径向私募基金投资者披露信息。同时，向投资者披露的信息应当在中国证监会指定的信息披露备份平台进行备份，投资者可以登录该平台查询所投私募基金的披露信息。这既保证了信息的定向传递给合格投资者，又便于监管机构对信息披露情况进行监督管理。

信息披露事务管理方面。《私募投资基金信息披露管理办法》规定信息披露义务人应当建立健全信息披露管理制度，指定专人负责管理信息披露事务，且信息披露义务人应当妥善保管私募基金信息披露的相关文件资料，保存期限自基金清算终止之日起不得少于10年。但《信披规定（征求意见稿）》规定指定专门部门和高级管理人员负责信息披露的事务管理，且信息披露的保存年限由10年延长为20年。从上述内容来看，监管部门对基金管理人等机构的信息披露实务管理的具体负责人员有明确的规定，对信息披露制度的合规建设体系建立有了更加明确的标准，且对基金管理人等机构对信息披露相关文件的保存期限有了更严格的限制，一定程度上也是要求基金管理人等机构加强对信息披露相关文件资料的妥善保存和管理。

2、对基金管理人及从业人员的违规处罚力度加大

对于投后管理阶段，私募基金服务机构及其从业人员违反勤勉尽责义务的，以往私

募投资基金监督管理规定中国证监会及其派出机构可以对其采取责令改正、监管谈话、出具警示函公开谴责等行政监管措施，但国务院于2023年7月3日颁布的《私募投资基金监督管理条例》对私募基金服务机构及其从业人员对违反勤勉尽责义务作出更加细化和严格的处罚规定，《私募投资基金监督管理条例》第五十七条规定，私募基金服务机构及其从业人员违反法律、行政法规规定，未恪尽职守、勤勉尽责的，责令改正，给予警告或者通报批评，并处10万元以上30万元以下的罚款；情节严重的，责令其停止私募基金服务业务。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告或者通报批评，并处3万元以上10万元以下的罚款。第五十八条规定，私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金服务机构及其从业人员违反本条例或者国务院证券监督管理机构的有关规定，情节严重的，国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入措施。因此，从目前最新的私募基金监管规定来看，基金管理人、基金托管人、基金服务机构及其从业人员在投后管理阶段违反法律、行政法规规定，未恪尽职守、勤勉尽责的，监管部门将持续对该行为将采取更加严格的处罚措施。

3、引导投资者加强自我保护意识，明确投资者的责任边界

随着私募基金市场的不断发展，投资者需要具备一定的专业知识和风险意识才能更好地进行监督和投资。未来，监管机构和行业协会将加强对投资者的教育，普及私募基金的相关知识，包括投资策略、风险特征、投资流程等。例如，通过举办投资者教育讲座、发布投资者教育手册等方式，提高投资人的专业水平和风险识别能力。引导投资人树立正确的投资理念，强调长期投资、价值投资的重要性，避免盲目追求短期高收益。同时，让投资者了解自己在投资过程中的权利和义务，增强其自我保护意识和监督意识。例如，通过宣传一些成功的长期投资案例，让投资者认识到长期投资的价值和意义。投资者在投资私募基金时，需要对自己的投资行为负责，不能将所有的风险都归咎于基金管理人。如果投资者在投资前没有充分了解基金的风险特征和投资策略，或者在投资过程中没有按照合同约定履行自己的义务，也需要承担相应的风险和责任。

（二）基金管理人更加关注企业长期价值创造

当前资本成本上升的经济环境，使得投资回报的获取难度增大。这也使得投资者必须重新审视和调整投资策略，以应对新的经济形势。从交易结构的最初构思到最终的投后价值实现，投资者都需要将价值创造思维贯穿其中。这要求投资者不仅仅关注短期的交易收益，更要注重长期价值创造。目前越来越多的投资者认为价值创造应该作为交易初期需要关注的优先事项。

1、基金管理人注重发挥私募基金已有价值优势

并购基金的价值在于能够通过深度参与被投资企业治理、优化被投资企业管理结构，推动被投资企业转型升级，从而实现存量经济效率提升。另外，并购基金还发挥着提供

更加多元化退出渠道的独特作用。在当下政策利好的情形下，投资者应相信并购基金将继续发挥其独特的价值优势，为投资者获取更加满意的投资回报，推动市场经济高质量发展。

国有基金的价值优势在于其投资行为具有示范效应和引导作用，能够吸引更多的社会资本跟随投资，从而扩大相关产业的投资规模，促进产业的快速发展。同时能够紧密围绕国家的重大战略，如参与“一带一路”沿线国家的基础设施建设、产业合作等项目，为国家重大战略的实施提供资金支持和保障，推动我国与沿线国家的经济合作和共同发展。在目前央国企高质量发展的政策支持下，国有基金应继续关注传统基础设施行业的转型升级需求，同时瞄准新兴产业的发展机遇，帮助新兴企业快速成长，抢占市场份额，形成产业集群效应。

在赋能企业发展的过程中，私募创投基金承担着为企业提供资金支持、协助企业完善公司治理等多重角色。目前国家政策也在积极鼓励长期资金投向创业投资，支持资产管理机构加大对创业投资的投入。因此，未来私募创投基金应积极相应政策，发挥私募创投基金的价值作用，加大对行业科技领军企业、科技成果转化和产业链上下游中小企业的投资力度。

母基金的最大价值优势在于优质资源的高度整合，母基金可以联合投资者、产业方、政府和社会资本的资源，集合资源支持产业发展，同时还能为被投资企业提供相应指导。国家也在出台相应激励政策积极发展创业投资母基金，继续发挥母基金生态优势价值，提供专业化、市场化的创新创业服务。

2、绩效考核指标趋向多元化和长期化以适应投资目标

过去私募基金绩效考核可能主要关注短期的财务回报，如投资收益率等单一指标。未来将越来越注重综合指标的考量，除了收益，还会纳入风险调整后的收益指标，以更全面地评估基金的绩效表现。同时，对于投资组合的分散度、流动性管理等指标的关注度也会不断提高，以确保基金在不同市场环境下的稳健运行。随着投资者对长期投资价值的认识不断加深，私募基金的绩效考核将更加强调长期业绩。基金管理人需要在更长的时间周期内证明其投资策略的有效性和可持续性，而不仅仅是追求短期的高收益。这可能会促使管理人更加注重对投资标的的深入研究和长期价值挖掘，减少短期投机行为。

不同的投资策略适用于不同的市场环境，未来私募基金的绩效考核将更加注重对投资策略与市场环境适应性的评估。在市场波动较大的时期，采用对冲策略的基金如果能够有效地降低风险、保持相对稳定的收益，那么其在绩效考核中会获得较高的评价；而在市场处于上升趋势时，积极投资策略的基金如果能够抓住市场机会、获得较高的超额收益，也会得到相应的认可。私募基金在设立时通常会有明确的投资目标，如专注于某个行业或领域的投资、追求特定的风险收益特征等。未来的绩效考核将更加关注基金的实际运作是否与既定的投资目标相一致。如果基金管理人偏离了投资目标，即使获得了

较高的收益，也可能在绩效考核中受到负面评价。这有助于保证投资者的利益与基金的投资方向保持一致。

（三）多领域政策扶持和激励机制

近年来，私募基金领域政策支持和激励力度日益加强，相关政策法规不断完善，为投后管理提供实质性支持的相关产业和服务给予税收优惠和财政补贴。同时也在私募基金退出方面提供更多的优惠政策。

1、国家和地方层面对私募基金行业的政策扶持

2023 年，中国证监会在《关于促进我国私募股权投资行业健康稳定发展的提案》的答复中，披露了支持股权创投基金行业进一步稳健发展的计划，主要包括加大长期资金投资、完善政府引导基金顶层设计以及深化份额转让试点推进三方面。证监会在答复函中表示，证监会一直积极推动引入长期资金，改善行业募资环境。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》，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。深圳市委金融办发布《市委金融办关于公开征求〈深圳市促进创业投资高质量发展行动方案（2024-2026）（公开征求意见稿）〉意见的通告》，《深圳市促进创业投资高质量发展行动方案（2024-2026）（公开征求意见稿）》提出要探索与深圳市产业龙头合作发起设立产业并购基金，鼓励国资国企按照市场化、法治化原则研究并探索设立产业并购基金。鼓励深圳市银行通过并购贷形式对上述企业市场化兼并重组予以支持，也是在全国范围内首次提出“大胆资本”概念，鼓励优化提升深圳市政府性投资基金引导带动作用，引领发展“大胆资本”，支持国资基金大胆试错，发挥好财政资金的杠杆放大作用。

2、私募基金的税收政策和财政补贴优惠

针对不同类型的基金，如私募股权类、创业投资类等，国家层面和地方层面也在持续制定差异化的税收优惠政策。为支持私募创投基金发展，吸引更多的资金和项目资源，自 2023 年以来，财政部等部门发布《关于延续实施创业投资企业个人合伙人所得税政策的公告》，明确创投企业选择按单一投资基金核算的，其个人合伙人从该基金应分得的股权转让所得和股息红利所得，按照 20% 税率计算缴纳个人所得税。这相较于一般的个人所得税税率更具优势。这种确定性和优惠性会吸引更多高净值个人将资金投入到了私募基金中，从而增加私募基金的资金来源。个人合伙人参与私募基金的收益预期提高，这将促使私募基金管理人更有动力去挖掘和投资早期项目，税收优惠政策对于规范运作的私募基金给予支持，这将促使行业内的优质机构不断发展壮大，能够更好地利用政策优势，吸引更多的资金和项目资源，进一步提升自身的市场竞争力。

此外，对于具有创新型的私募基金，一些地方政府会给予一定的财政补贴，以鼓励行业创新发展，提高金融服务实体经济的能力，2023年，珠海市出台《珠海市关于促进私募投资机构加快发展的扶持办法》，对租购自用办公用房的私募投资机构给予补贴支持。支持私募投资机构人才纳入“珠海市产业发展与创新人才奖”；上海市出台《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》的通知，鼓励股权投资集聚区对经认定的股权投资基金投资种子期、初创期科技型企业的，结合股权投资基金投资期限和退出后再投资情况，给予其个人合伙人阶梯绩效奖补等政策支持。

3、私募基金的退出优惠政策

退出环节是私募基金可持续发展的关键环节，只有保证私募基金退出环节顺畅，拓宽退出渠道，提高退出回报率，才能起到持续支持国家经济发展的作用。国家和地方层面也在积极推出私募基金退出的优惠政策。自2023年以来，国务院办公厅发布的《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》的通知提出拓宽并购重组退出渠道。对突破关键核心技术的科技企业，建立上市融资、债券发行、并购重组绿色通道，支持发展并购基金。提出优化创业投资基金退出政策。加快解决银行保险资产管理产品投资企业的股权退出问题。支持发展并购基金和创业投资二级市场基金，优化私募基金份额转让业务流程和定价机制，推动区域性股权市场与创业投资基金协同发展。推进实物分配股票试点。中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》提出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。从现有政策利好的情形下，鼓励拓宽退出渠道，优化投资基金的退出政策。

三、加强基金投后管理工作的意义

为有效提升私募基金行业规范性与竞争力、保护投资者利益并增加其投资回报、促进被投资企业健康发展和优化治理结构、推动宏观经济产业升级转型与提高资源配置效率，加强基金投后管理工作具有非常重要的意义和价值。

（一）政策支持基金投后管理发展的重要意义

对于私募基金行业来说，目前现行政策对并购基金交易首次提出“反向挂钩”政策，表明监管部门对于并购基金的支持和激励，吸引更多资金流入并购基金领域，有助于增强并购基金的资金流动性、优化投资决策。此外，现行政策要求发挥政府出资的创业投资基金作用。充分发挥国家新兴产业创业投资引导基金、国家中小企业发展基金、国家科技成果转化引导基金等作用，进一步做优做强，提高市场化运作效率，同时鼓励推出更多股债混合型创业投资基金产品，更好匹配长期资金配置特点和风险偏好，通过优先

股、可转债、认股权等多种方式投资科技创新领域。积极发展创业投资母基金和契约型创业投资基金。

对于被投资企业来说，政策引导国有基金、创业投资基金和母基金发挥长期耐心资本作用，鼓励其挖掘具有创新潜力的中小企业和新兴产业，为其提供资金支持和资源对接，推动科技创新和科技成果转化，培育新的经济增长点。因此，政策支持可以为被投资企业提供更多的资源和专业支持，帮助企业解决发展过程中面临的各种问题，推动企业建立健全现代企业制度，提高企业的管理水平和运营效率。有助于企业降低经营风险，实现可持续发展。

对于投资者而言，政策支持可以加强对基金运作的监管，提高基金信息披露的透明度和准确性，使投资者能够更加全面地了解基金的投资情况和被投资企业的发展状况，从而降低投资风险，保护投资者的合法权益。政策的支持可以促使基金管理机构更加积极开展投后管理工作，提升基金的价值创造能力，进而增加投资者的收益。

（二）基金监管趋严对投后管理发展的重要意义

对私募基金行业来说，促使私募基金管理人建立健全投后管理体系和制度，提高整个行业的规范化水平。明确投后管理的流程、标准和要求，避免管理人在投后管理中出现随意性和不规范的行为，减少行业内的乱象，提升行业的整体形象。严格的监管要求对私募基金管理人的专业能力和管理水平提出了更高的挑战。那些具备专业投后管理团队、丰富管理经验和良好风险控制能力的管理人将在竞争中脱颖而出，而那些管理不善、违规操作的管理人将被淘汰，从而优化行业的资源配置，推动行业的健康发展。

对投资者而言，确保投资者能够获得准确、真实的信息，避免因信息不透明或虚假信息而遭受损失。严格的监管要求促使私募基金管理人在投后管理中更加规范地运作，及时向投资者披露被投资企业的经营状况、财务状况等重要信息，让投资者能够清楚地了解自己投资的去向和收益情况。使投资者对私募基金行业的信任度提高，吸引更多的投资者参与到私募基金投资中，从而为行业的健康发展提供资金支持。当投资者看到监管严格，投后管理规范，他们会更放心地将资金投入到了私募基金中，推动行业的发展壮大。

最后，对被投资企业来说，监管要求严格促使私募基金管理人更加积极地为被投资企业提供增值服务，如战略规划、财务管理、市场拓展等方面的支持。这些增值服务有助于被投资企业提高经营管理水平，优化资源配置，增强核心竞争力，实现企业价值的提升。严格的监管可以对私募基金管理人的行为进行约束，防止其为了追求自身利益而对被投资企业进行不当干预或损害企业利益的行为。同时，监管要求管理人对被投资企业的风险进行有效监控和管理，及时发现并解决企业发展中存在的问题，保障企业的健康发展。

第二节 战略性新兴产业基金投后管理趋势

随着全球经济结构的深度调整和科技的迅猛发展，战略性新兴产业成为引领经济增长的关键力量。私募基金作为资本市场的重要参与者，在战略性新兴产业的发展中扮演着至关重要的角色。投后管理作为私募基金投资流程中的核心环节，其发展趋势不仅影响着基金的收益和风险控制，更对战略性新兴产业的成长和创新有着深远的影响。随着战略性新兴产业在我国的发展，战略性新兴产业基金的投后管理工作也呈现出了不同的侧重点和发展趋势。

一、战略性新兴产业基金投后管理的困境与挑战

战略性新兴产业的传统投后管理工作主要集中在财务监控与报告、战略指导与资源对接和公司治理监督方面。对被投资企业进行财务监控是私募基金传统投后管理的重要内容之一，管理人一般通过要求企业定期提交财务报表，对企业的财务状况进行分析，同时也会根据财务数据制作投后管理报告，向基金投资者反馈投资项目的进展情况。基于战略性新兴产业所投资的企业多为初创企业，管理人通常会为被投资企业提供战略指导，协助企业制定长期发展战略，利用自身的资源网络，为企业对接上下游产业链资源、合作伙伴、潜在客户等。在公司治理方面，私募基金通常会在被投资企业的董事会或监事会中占据一定席位，参与企业重大决策的监督和审批，确保企业的运营符合法律法规和公司章程的规定，保护基金投资者的利益。战略性新兴产业面临迭代升级、市场需求变化、政策支持变化等多种风险，战略性新兴产业的投后管理环节的传统内容面临以下挑战和困境：

（一）应对产业高风险的局限

战略性新兴产业具有技术更新快、市场不确定性大等特点，传统投后管理模式在应对这些高风险因素时存在局限性。例如，在面对新兴技术的颠覆性变革时，仅通过财务监控可能无法及时发现企业技术路线的潜在风险，导致基金投资面临损失。

（二）增值服务深度不足

虽然传统模式提供了一定的战略指导和资源对接，但在深度和广度上往往不够。对于战略性新兴产业企业而言，需要更专业、更深入的技术支持、研发指导等增值服务，而传统投后管理可能无法满足这些需求。

（三）信息不对称问题

在投后管理过程中，基金管理团队与被投资企业之间可能存在信息不对称。企业可

能为了获取更多资金支持或避免基金干预，隐瞒一些关键信息，这增加了基金管理的难度和风险。

二、战略性新兴产业基金投后管理发展趋势

随着全球经济一体化进程的加速以及科技的飞速发展，战略性新兴产业基金所处的投资环境正经历着深刻变革。在这种大背景下，投后管理作为保障投资收益、控制风险的关键环节，也必须与时俱进，以适应新的挑战 and 机遇，战略性新兴产业基金投后管理正朝着更为高效、精准的方向发展，呈现出一些显著的新趋势。

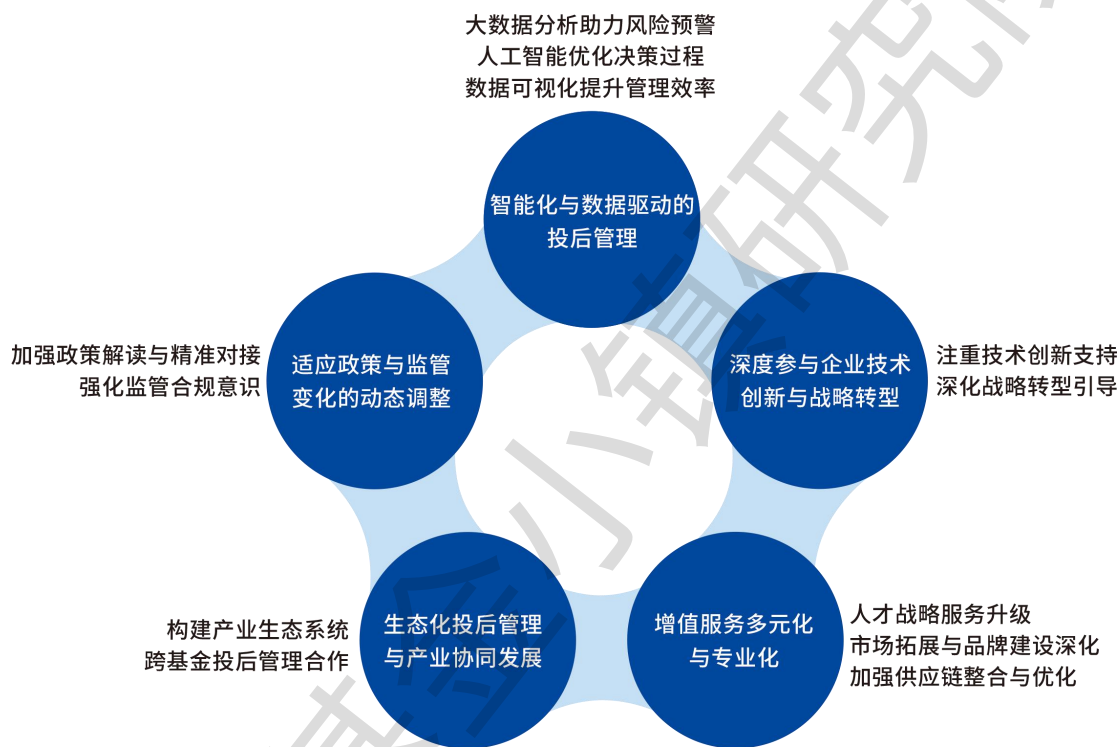


图 4-2 战略性新兴产业基金投后管理发展趋势

（一）智能化与数据驱动的投后管理

在现代金融投资领域，数据已成为一种关键资源，智能化技术则是挖掘和利用这些数据价值的有力工具。它们正深刻地改变着战略性新兴产业基金投后管理的模式，为投后管理带来前所未有的机遇和创新。

1、大数据分析助力风险预警

随着信息技术的发展，私募基金投后管理将越来越多地依赖大数据分析。通过收集和整合被投资企业内部运营数据、行业市场数据、宏观经济数据等多维度信息，利用数据分析模型，可以更准确地预测企业面临的风险。例如，通过分析行业内同类产品的市场销售数据和竞争对手的动态，提前预警被投资企业产品滞销的风险；对宏观经济指标

和行业政策数据的分析，可以帮助预测政策调整对企业的影响，如新能源补贴政策变化对新能源企业的冲击。

2、人工智能优化决策过程

人工智能技术将应用于投后管理的决策过程。例如，利用机器学习算法对企业的历史财务数据和经营数据进行学习，建立企业绩效评估模型，自动识别企业经营中的异常情况，并为基金管理团队提供决策建议。在评估企业的技术研发项目前景时，人工智能可以对大量的技术文献、专利信息进行分析，辅助判断项目的创新性和可行性。

3、数据可视化提升管理效率

通过数据可视化技术，将复杂的数据以直观的图表、图形等形式呈现，投后管理团队可以更快速、准确地理解被投资企业的状况和行业趋势。例如，通过可视化的财务仪表盘，可以一目了然地看到企业各项财务指标的变化趋势；利用市场趋势可视化工具，了解产品市场占有率的动态变化，从而提高投后管理的效率和决策质量。

（二）深度参与企业技术创新与战略转型

在当前的经济发展格局下，战略性新兴产业竞争愈发激烈，企业的持续发展需要不断突破技术瓶颈和顺应市场变化进行战略调整。私募基金的投后管理也应随之升级，积极主动地深入到企业发展的关键环节中，为企业的技术创新和战略转型提供有力支持，从而增强企业竞争力，保障投资价值。

1、技术创新支持

在战略性新兴产业中，技术创新是企业发展的核心驱动力。私募基金的投后管理将更加注重对企业技术创新的支持。这包括参与企业的研发项目规划，为企业引入外部技术专家或科研机构进行合作，协助企业建立技术创新激励机制等。例如，在生物医药领域，基金可以帮助企业与高校或专业科研机构建立联合实验室，加速新药研发进程；在人工智能领域，为企业引进顶尖算法工程师和数据科学家，提升企业的技术实力。

2、战略转型引导

随着市场环境和技术发展的快速变化，企业战略转型成为战略性新兴产业发展中的常态。投后管理团队将深度参与企业的战略转型过程，帮助企业识别市场变化趋势，制定转型战略。例如，当新能源汽车市场从补贴驱动向市场驱动转变时，基金可以协助企业调整产品策略，从注重性价比向提升产品品质和智能化水平转型；在传统制造业向智能制造转型过程中，帮助企业引进数字化技术和设备，改造生产流程。

（三）增值服务多元化与专业化

随着企业在技术创新和战略转型过程中的持续推进，其面临的挑战不仅仅局限于技术和战略层面，人才、市场、供应链等多方面的因素都对企业的发展有着至关重要的作用。私募基金的投后管理应进一步拓展服务维度，朝着多元化和专业化方向发展，为企业提供全方位、深层次的增值服务。

1、人才战略服务升级

人才是战略性新兴产业发展的关键因素。私募基金的投后管理将在人才战略服务方面进一步升级。除了协助企业招聘核心人才外，还将提供人才培养、职业发展规划等更全面的服務。例如，为企业员工组织专业技能培训课程，制定个性化的职业发展路径，建立内部人才晋升机制，以提高企业整体人才素质和稳定性。

2、市场拓展与品牌建设深化

在市场拓展和品牌建设方面，投后管理将更加深化和细化。基金将利用自身广泛的市场资源和营销经验，帮助企业制定精准的市场推广策略，提高品牌知名度和市场占有率。例如，通过组织国际市场调研，帮助企业了解海外市场需求和竞争态势，协助企业拓展国际业务；利用社交媒体、行业展会等多种渠道进行品牌推广，打造具有国际影响力的品牌。

3、供应链整合与优化

为了提高企业的运营效率和降低成本，投后管理将加强对企业供应链的整合与优化。这包括帮助企业寻找优质供应商、建立长期稳定的供应关系，优化供应链物流配送环节，以及实施供应链数字化管理等。在高端装备制造领域，基金可以协助企业整合全球零部件供应商资源，提高供应链的灵活性和响应速度，确保企业生产的连续性和产品质量的稳定性。

（四）生态化投后管理与产业协同发展

在为企业提供多元化和专业化增值服务的基础上，私募基金投后管理需要站在更高的产业视角，构建更为宏观的产业生态。通过整合产业资源，促进各主体之间的协同发展，实现投后管理从关注单一企业到关注整个产业生态的转变，形成更大的发展合力。

1、构建产业生态系统

私募基金投后管理将致力于构建产业生态系统，将被投资企业与产业链上下游企业、同行竞争对手、科研机构、金融机构等各类主体紧密联系起来。通过组织产业论坛、技术研讨会、项目对接会等活动，促进产业内的知识共享、技术合作和资源互补。例如，在新能源产业生态系统中，将光伏企业、风电企业、储能企业、电网企业、科研院所等整合在一起，形成协同发展的产业集群，提高整个产业的竞争力。

2、跨基金合作与产业联盟

不同的私募基金之间将加强合作，通过成立产业联盟或联合投资平台等方式，共同开展投后管理工作。这种跨基金合作可以整合更多的资源，为被投资企业提供更全面的服务。同时，在产业联盟框架下，可以推动产业标准的制定、行业自律和协同创新，促进战略性新兴产业的健康发展。例如，在 5G 产业联盟中，多家私募基金联合投资的企业可以共享研发资源、市场渠道，共同应对国际竞争。

（五）适应政策与监管变化的动态调整

在构建产业生态和实施多元化投后管理的同时，私募基金投后管理不能忽视外部政策与监管环境的影响。政策与监管是战略性新兴产业发展的重要引导和约束力量，投后管理必须根据政策调整和监管要求的变化，及时、灵活地做出动态调整，确保企业和基金的发展都在合法合规且有利的政策环境下进行。

1、政策解读与精准对接

随着国家对战略性新兴产业政策的不断调整和完善，私募基金投后管理需要加强对政策的解读和精准对接。及时了解产业政策的变化方向，帮助被投资企业充分享受政策优惠，如税收减免、政府补贴、专项基金支持等。同时，确保企业的发展战略和经营活动符合政策要求，避免因政策风险导致投资损失。例如，在节能环保产业，及时协助企业申请相关的环保补贴和节能奖励资金，按照国家绿色产业标准调整企业生产流程。

2、监管合规强化

金融监管环境的日益严格要求私募基金在投后管理中强化监管合规意识。基金管理团队需要确保投后管理活动符合私募投资基金监管法规，包括信息披露、投资者保护、风险管理等方面的规定。同时，要帮助被投资企业遵守相关行业监管要求，如信息安全行业的数据保护规定、生物医药行业的临床试验规范等，以维护企业的稳定发展和基金投资者的合法权益。

三、投后管理发展趋势对私募基金和战略性新兴产业的影响

随着投后管理在智能化、深度参与企业发展、增值服务多元化与专业化以及生态化等方面呈现出一系列新的发展趋势，这些趋势无疑将对私募基金和战略性新兴产业产生深远的影响，从基金运营到产业发展的各个层面引发变革。

（一）对私募基金的影响

投后管理的新趋势为私募基金的发展带来了新的机遇和挑战，深刻地影响着私募基金的运作模式和价值创造过程，在提升投资回报、降低风险以及增强竞争优势等方面有

着显著作用。

1、提升投资回报与降低风险

智能化、深度参与企业发展和多元化增值服务等投后管理趋势将有助于提升被投资企业的价值，从而提高私募基金的投资回报。同时，通过更准确的风险预警和应对措施，可以有效降低投资风险，提高基金的整体绩效。

2、增强竞争优势

专业化、生态化的投后管理模式将使私募基金在激烈的市场竞争中脱颖而出。能够为投资者提供更优质的投后管理服务，吸引更多的资金流入，同时也有利于基金与优质项目的对接，形成良性循环。

（二）对战略性新兴产业的影响

投后管理发展趋势对战略性新兴产业发展意义重大，从技术创新、战略转型到产业生态优化等多个环节，都将推动产业向着更高质量、更具竞争力的方向发展，对产业的创新升级和协同发展产生积极影响。

1、加速产业创新与升级

私募基金投后管理对技术创新和战略转型的支持将加速战略性新兴产业的创新步伐，推动产业向高端化、智能化方向升级。更多的资源投入和专业指导将促进新技术、新产品、新模式的不断涌现，提高产业的核心竞争力。

2、优化产业生态与协同发展

生态化投后管理模式将优化战略性新兴产业的生态环境，促进产业内各主体之间的协同发展。通过产业联盟、供应链整合等措施，提高产业的整体效率和稳定性，增强产业在国际市场上的竞争力。

投资战略性新兴产业的私募基金投后管理正朝着智能化、深度参与、增值服务多元化、生态化和适应政策监管变化等趋势发展。这些趋势不仅为私募基金带来了提升绩效和竞争优势的机遇，也为战略性新兴产业的创新发展和协同发展提供了有力支持。私募基金需要积极适应这些趋势，不断优化投后管理模式，以更好地应对未来复杂多变的市场环境，实现基金投资与产业发展的双赢。同时，政府和监管部门也应关注这些发展趋势，为私募基金投后管理创造良好的政策和监管环境，推动战略性新兴产业的持续繁荣。

第三节 跨境基金投后管理发展趋势

跨境基金在全球经济发展中扮演着举足轻重的角色，随着全球化的深入与扩大，跨

境投资活动日益频繁，跨境基金的投后管理的重要性愈发凸显，一方面，它有助于优化跨境基金的资源配置，促进基金资本的运作效率。其次，投后管理通过风险控制和增值服务，提高了投资的安全性和回报率，增强了全球金融市场的稳定性。最后，跨境基金投后管理制度发展推动了专业服务机构的兴起，为 global 经济发展提供了更多专业化的投资管理和咨询服务。众多跨境基金通过规范化、专业性和高效性的投后管理使投资机构与被投资企业之间建立了稳定的合作关系，实现了资源共享和优势互补，为跨境投资合作与共赢提供了坚实的基础和保障。

一、跨境基金投后管理挑战

从全球监管环境来看，各国对于跨境资本的流动管控日益严格，尤其是在设计反洗钱以及反恐融资方面。美国、欧盟等国家不断加强信息的披露，要求跨境基金必须合规。

在美国，《银行保密法》（Bank Secrecy Act, BSA）要求金融机构进行可疑活动报告（SARs），要求金融机构对于超过 10,000 美元的现金交易进行报告；要求进行交易记录封存，以供监管部门核查；要求进行客户尽职调查，了解客户身份并且评估。《反洗钱法》（Anti-Money Laundering Act of 2020）要求披露实益所有权人的信息，针对跨境基金，金融机构需要识别并披露客户的实益所有人，以提高透明度。但是，与此同时，美国内部对于披露的幅度也产生了分歧。美国证券交易委员会（SEC）在 2023 年 8 月 3 日通过了针对私募基金顾问的规则（Private Fund Adviser rule），改变了私募基金以及投资者的监管格局，其中，加强了在 SEC 登记注册的私募基金顾问的披露义务。2024 年 6 月 5 日，美国第五巡回上诉法院以 SEC 在制定该规则时超越了其法定权限为由，撤销了私募基金顾问规则，法院认为，虽然规则能够使得私募基金更加透明，但是对于成熟的投资者来说这些规则并无必要。可见，从某些方面来看，第五巡回法院更加相信市场的自我监管。SEC 正在考虑提出新的规则。

在欧盟，《第五反洗钱指令》（5AMLD）以及《第六反洗钱指令》（6AMLD）规定，欧盟成员国必须建立实益所有人（UBO）的公共登记，跨境基金需在设立和运营中参考这一数据，确保识别到客户的真实控制人。卢森堡作为欧盟重要的金融中心之一，严格遵守 5AMLD、6AMLD 以及 UBO 的披露规定。此外，卢森堡要求注册在卢森堡金融监管委员会（CSSF）的基金每年提交报告，确保跨境运营中的信息透明度。同时，值得一提的是，卢森堡的区块链与分布式账本技术（DLT）数字化工具是金融机构和监管机构实现更高效、透明的监管和信息披露的途径。DLT 主要是通过分布式结构，将所有数据分布在多个节点上，所有节点的数据都是相同的，一旦写入会通过加密和共识机制确保数据的安全和防篡改，所有的参与方都可以查看交易信息，实现信息的透明性和数据溯源。通过 DLT 可以增强对 UBO 的信息追踪，实现跨境交易的实时追踪与透明化，提高信息披露的准确性和时效性，降低合规成本，改善跨机构的数据共享和协作，提升数据安全性和隐私保护。2024 年 5 月 21 日，欧盟《人工智能法案》正式生效，随着 AI 的不断发展，卢

森堡在金融领域正在逐渐尝试增加对 AI 的使用，相信在未来，DLP 有望与 AI 相结合，提升风险识别的准确性，例如针对复杂跨境交易模式和资金流动情况进行检测，及时发现并处理高风险账户。

由此可见，从长远来看，全球的监管环境将会不断进行变化，科技的进步也将会成为推动合规效率的关键力量。

二、跨境基金发展趋势

随着跨境基金的不断发展，从 ESG 角度来看，ESG 因素正在成为全球基金投资者的关注点，但是各国存在差异。欧盟的 ESG 政策主要由法规的制定进行推动，而美国更多采用市场自我推动。欧盟多年来通过多项监管框架推动可持续投资，要求基金发起方严格遵循。而在美国，过去几年主要由私营部门主导的 ESG 整合。2022 年，美国证券交易委员会（SEC）提出了两项 ESG 相关规则：一是基于 ESG 目标对基金进行分类，二是引入与现有基金命名惯例相关的 ESG 规则。根据这些提议，SEC 将基金分为以下三类：ESG 整合基金：考虑一个或多个 ESG 因素；ESG 重点基金：至少对一个 ESG 因素（如温室气体排放）进行显著关注；ESG 影响基金：旨在实现特定的 ESG 相关影响。

SEC 要求披露数据来源和评估方法，并在合同文件、年度报告和营销文件中展示基金表现。而在网站披露方面，SEC 并未提出类似欧盟的《可持续金融披露条例》（SFDR）的规定。2024 年 3 月 6 日，SEC 发布了终规则，要求注册人在其年度报告和注册声明中提供与气候相关的披露等要求。另外，在 SFDR 披露制度实施三年后，欧盟正在考虑是否继续现有框架，或将其转型为真正的标签制度。目前，市场上存在“漂绿”（green washing）和“绿色静默”（green hushing）现象，部分市场参与者选择不公开 ESG 信息，原因在于他们认为披露带来的价值有限或怕被误解为 ESG 努力不足。为减轻中小企业的合规负担，欧盟委员会也在考虑简化法规。

进军欧盟市场的美国资产管理公司已逐步熟悉欧盟的 ESG 监管框架，但实施起来仍面临挑战，尤其是对于复杂的债务基金结构。为了简化跨国运营，这些公司通常会将 SFDR 披露与爱尔兰央行和卢森堡金融监管局的要求统一起来，以避免多重合规披露。在美国，ESG 反对运动导致联邦和州政策出现分歧。一些美国投资者无法投资包含 ESG 标准的基金，而其他投资者则希望看到 ESG 承诺。这种差异导致基金结构日趋复杂，基金需要分成不同的结构以满足不同的 ESG 偏好，增加了运营复杂性。在欧盟和美国，ESG 因素的监管整合将受到多方面因素的影响，尤其是政治决策。在保持对美国投资者的吸引力的同时，欧盟需减少监管冗余；而在美国，SEC 新规则有望改善市场对 ESG 的理解，减少政策碎片化。由此可见，未来在境外设立基金时，需要特别注意设立地 ESG 的监管方式和程度。从长远方面来看，全球对于 ESG 的关注将日益规范化和标准化。尽管当前在政策层面未能达成一致，但已展现出一些共识，这为未来的国际 ESG 监管协调提供了基础。

随着欧盟和美国逐步推出更清晰的披露框架，全球资产管理者可能会更加重视 ESG 信息的透明化，并通过技术手段提升数据的准确性和合规性。此外，ESG 评级机构和数据提供商的标准化发展也将帮助解决各国 ESG 评估中的主观性问题，使全球投资者能够更为清晰地比较不同市场和基金的 ESG 表现。与此同时，AI 也可以助力 ESG 数据的采集和披露，通过提高透明度和可追溯性。未来，美国和欧盟的 ESG 监管框架可以逐步引入科技手段，实现实时、精准的数据追踪和标准化的 ESG 评分系统。这不仅将使投资者更容易获取可信的 ESG 数据，还会促使更多公司采取更负责任的可持续发展策略，以提升其在全球投资者中的吸引力。

从 QFLP 基金来看，2024 年 2 月 28 日，《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》的通知已经经过国务院同意并发布，其中明确要深入实施 QFLP 境内投资试点。扩大 QFLP 试点范围，规范 QFLP 管理企业及基金在注册资本、股东等方面的要求，拓宽基金可以投资的范围。完善私募投资基金服务业务管理办法，鼓励外商投资设立私募基金并依法开展各类投资活动。在政策的指引下，预计在未来各地政府将进一步针对 QFLP 出台更多细则，包括进一步简化审批流程、放宽准入条件等，以提高对境外资金的吸引力和使用效率。目前，QFLP 政策在国内已逐渐推广至多个城市，尤其是北京、上海、深圳和海南等地。未来有望在更多城市推出 QFLP 试点政策，以满足境外资金对地方优质项目的投资需求。各地政策的差异化会使得 QFLP 基金具有更多选择，投资者可以根据区域政策优势灵活调整投资策略。

在全球推崇 ESG 投资的趋势下，越来越多的 QFLP 基金将会在投资策略中加入 ESG 考量。境内的绿色投资和可持续发展项目将成为吸引境外投资的新亮点。地方政府也可能出台鼓励政策，对投资于绿色产业的 QFLP 基金提供更高的政策便利和税收优惠。随着国际投资环境的变化以及中国对外资监管的强化，QFLP 基金的合规要求将更加严格，特别是在资金来源、反洗钱、信息披露等方面的审查力度将加大。投资者和基金管理机构需要注重风险管理，确保基金运营合规。

从 QDLP 基金来看，QDLP 试点政策目前主要集中在上海、深圳、北京等地，未来有望扩展至更多城市，形成全国性布局。各地政府可能会继续加大对 QDLP 的支持力度，出台更加灵活的试点政策以满足国内投资者的海外资产配置需求。预计监管机构还可能进一步放宽 QDLP 基金的规模和资金额度限制，以应对不断增长的境外投资需求。目前 QDLP 基金的主要投资标的是海外的股权、债券、房地产和对冲基金等传统资产类别。未来，随着国内投资者对多元化投资的需求增加，QDLP 基金的投资范围将逐渐扩展至更多新兴领域，如科技创新、高成长企业、环保和清洁能源等。同时，私募股权和风险投资等另类资产也可能成为 QDLP 投资的重要方向，以捕捉海外市场的高增长机遇。

ESG 投资在全球的兴起，也使得 QDLP 基金在海外投资时逐步将 ESG 因素纳入决策标准。未来，QDLP 基金可能会增加对绿色产业和可持续发展的投资，特别是在清洁能源、

环保技术和社会责任项目等方面。这将顺应全球绿色投资趋势，也能够吸引更多关注 ESG 的机构投资者参与其中。

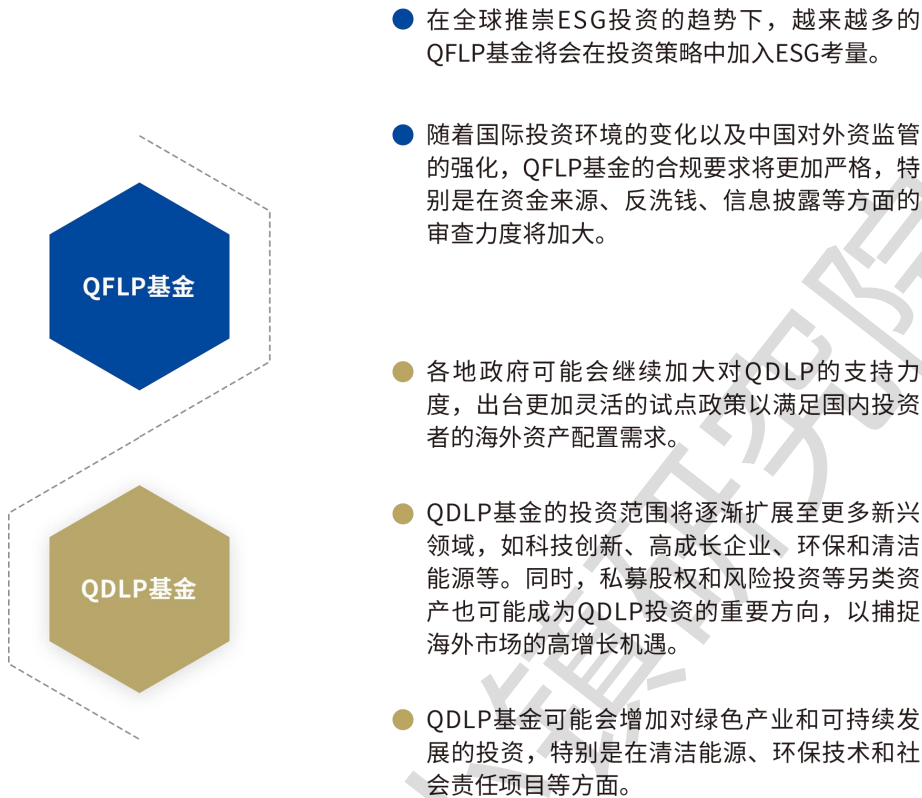


图 4-3 跨境基金投后管理发展趋势

第四节 投后管理：趋势洞察与未来展望

一、投后管理呈现出挑战与机遇并存的发展局面

如前所述，战略性产业基金、境内基金以及跨境基金各自面临着不同的困境与挑战，同时也迎来了新的历史发展机遇。作为私募股权基金的典型代表，前述几种类型基金的画像在一定程度上折射出私募股权基金这一群体在当前这一发展阶段中的复杂处境。

在当前这一特殊的历史发展时期下，竞争激烈、优质项目和资金争夺白热化，的市场环境客观上要求投后管理环节本身能够创造价值、实现增值；与此同时，监管趋严、技术变革等现实因素对管理人的管理水平提出了更高的要求，需要管理人能够迅速做出应对，及时调整投资策略，确保项目的合规与高效。

面对前述挑战，一些敏锐的私募基金管理机构将危机化为转机，致力于挖掘投后管理所隐藏的巨大价值，并付诸行动。在专业能力的建设方面，这些私募基金管理机构逐渐开始主动提升**投后管理的专业化和系统化水平**。一些领先的私募基金管理人已经建立了具有特色的投后服务体系，涵盖了人才、技术等多个领域，深入参与被投企业的日常运营，助力企业构建竞争优势。例如，高瓴资本等机构探索出具有自身特色的投后服务

模式，如深度价值创造（DVC），包括人才服务、数字化升级等多个专业序列团队，深入企业一线帮助企业重建动态护城河。⁷²在**投后管理策略的设置方面**，这些私募基金管理人根据其投资策略和被投企业的具体需求，发展出多样化的投后管理模式，包括整合投前投后流程、建立专业团队或与专业机构合作等。私募基金管理人越来越重视构建高效和系统的投后管理体系，以提升投后管理的效能和成果。

作为回馈，市场向这些敢于应对挑战、做出改变的私募基金管理机构给予了丰厚的回报。某些成功案例显示，通过精准的投后管理策略，私募基金管理人能够显著提升被投企业的表现，推动其收入增长和市场扩张。例如，贝恩公司协助某宠物食品品牌通过提升客户购买旅程的各个环节转化，实现增长导向的变革，推动收入持续增长投后管理的范畴已经从风险监控扩展到为被投企业提供战略指导、资本运作支持等多方面的增值服务，对企业价值的提升起到了决定性作用。⁷³

毫无疑问，投后管理正在成为私募股权机构的核心竞争力。在资本供应充足的市场环境下，被投企业更加期待私募基金管理人能够提供超出资金之外的资源和服务，投后管理能力已成为私募股权机构吸引和保留优质项目的关键因素。大多数被投企业在选择合作伙伴时，会将私募基金管理人的投后管理能力作为一个重要的考量因素，这进一步凸显了投后管理能力的重要性。

二、投后管理应着眼于体系化、透明化与科技化

尽管已有部分先行者在投后管理的赛道上摸索出一条道路，但更多的私募基金管理人仍未找到适合自身发展的投后管理之道。鉴于本章的前三节已经针对各种不同类型的私募股权基金，提出了个性化的发展建议，本小节在此处仅从整体上，提出适用于所有类型私募股权基金投后管理的三点建议：



图 4-4 私募股权基金投后管理建议

⁷² 《论中国创投困境破局：强化投后管理，助力行业发展》
https://m.21jingji.com/article/20220127/herald/33143bd7e535d09e5c1edfac9e5ead80_ths.html
⁷³ 《领航投后价值创造》白皮书

（一）体系化：构建风险控制框架，完善预警系统

私募基金管理人应致力于构建一个包含法规遵循和风险管理的全面框架。这包括通过技术手段，如自动化尽职调查和反洗钱流程，来降低合规风险，确保投资活动的合法合规。同时，私募基金管理人应发展一个能够覆盖市场、信用和流动性等多维度风险的预警系统。通过运用大数据和人工智能技术，提高对潜在风险的预测能力，以便能够迅速采取应对措施。

（二）透明化：促进信息透明、共享，提高信息传递的准确性和时效性

提升信息透明度与沟通效率是私募基金管理人在投后管理中的关键环节，它不仅关系到决策的准确性，还直接影响到管理效率和效果。为此，建议私募基金管理人：一是建立一个稳定且高效的信息沟通渠道。这包括定期的会议、报告提交机制以及紧急情况下的快速响应流程；二是持续收集和分析关键数据，包括但不限于被投资企业的财务报表、运营数据、市场调研报告等关键信息。同时，私募基金管理人可以利用专业的财务分析工具和市场研究方法，以确保所获得信息的全面性和深度；三是优化内部沟通流程，除了与被投资企业的外部沟通，私募基金管理人还需要优化内部沟通流程。这包括投后管理团队、投资决策团队、法务团队等不同部门之间的信息流转。通过建立清晰的信息流通路径和沟通规则，可以确保各部门之间的信息共享及时、准确，避免信息孤岛现象，提高决策效率。

（三）科技化：引进专业技术人才和科技支持，持续提升管理效能

专业化的人才与先进科技能够有效提升投后管理的效能，对于提升私募基金管理人投后管理绩效和能力至关重要。为此，建议私募基金管理人：一是重视人才的引进和培养，特别是那些在投后管理领域具有丰富经验和专业技能的人才。这些人才不仅能够带来先进的管理理念和实践经验，还能够根据被投资企业的具体需求，提供定制化的管理方案。私募基金管理人可以通过招聘、培训和激励机制，吸引和留住这些专业人才，从而提升整个团队的管理能力和效率。二是利用先进的信息技术系统。私募基金管理人应积极采用先进的信息技术系统，来优化投后管理流程。这些系统能够帮助私募基金管理人实现数据的集中管理和实时更新，提高决策的效率和准确性。同时，通过自动化和集成化的信息技术系统，私募基金管理人能够减少重复性工作，降低人力成本，提高管理的智能化水平。三是应用数据分析工具提升决策质量。私募基金管理人可以利用大数据分析、人工智能等现代技术手段，对被投资企业的数据进行深入分析，从而提供更精准的业务洞察和风险评估。通过这些数据分析工具，私募基金管理人能够更好地理解市场趋势、消费者行为和竞争对手动态，为被投资企业提供更有针对性的战略建议。

第五章

私募股权基金投后管理案例



投后管理是未来几年投资机构的必修课，每一个投资机构都应当潜心修炼投后管理的打法。本章将对行业中投后管理的典型案例进行分析，就投后管理中的常见挑战和解决方案进行分析，以期为投资机构提升投后管理能力进行赋能。

第一节 私募股权基金投后管理案例

在国内私募投资的投后管理领域中有许多优秀案例，越来越多的私募基金开始重视投后管理工作，通过深度参与被投资企业的公司治理、协助制定科学合理的战略布局、引入各类优质资源等方式，为企业提供多元化的增值服务。这些国内优秀的私募投资案例表明，深度有效的投后管理正逐渐成为推动企业成长、提升行业竞争力以及促进经济高质量发展的重要力量，在国内经济转型升级与创新驱动发展的征程中发挥着日益关键的作用。

鼎晖投资

并购投资赋能可持续价值创造

（一）公司简介及架构

鼎晖投资成立于 2002 年，是我国最早一批专注于中国市场的另类资产管理公司。截至 2023 年底，鼎晖管理资产规模约 1,380 亿元，是拥有股权投资、夹层投资、证券投资、不动产投资的综合性多资产管理平台，参与了超 350 家行业龙头企业的成长历程，并成功扶持其中 100 多家企业在国内外上市。

得益于对商业和政策的深刻理解、对并购关键成功要素的洞见以及对平衡相关方利益的丰富经验，鼎晖成功跨越多轮经济周期，并完成了众多教科书式的经典并购交易。据统计，2013 到 2023 年间，鼎晖投资共完成 14 起，约 180 亿元投资额的并购和类并购交易，包括百丽国际 - 港股迄今最大的私有化交易、SharkNinja - 中资企业成功实施跨境并购并跻身国际市场的典范、GO Healthy- 对新西兰最大高端营养品公司的控股型并购、万洲国际 - 中国民营企业迄今最大的赴美收购、Sirtex - 中国医疗器械领域迄今最大的境外并购等，并购足迹覆盖了中国、美国、欧洲、澳洲、东北亚、东南亚等多个主要经济体和区域。其丰富的项目经验和卓越的投资业绩值得其他机构学习借鉴。

总结 20 多年来的经验，秉承“长期陪伴、价值创造”的指导思想，鼎晖构建了系统的“并购投资金字塔理论”，通过谋势、谋局、控盘、赋能，并运用多样化价值创造工具，协助企业创造第二增长曲线。围绕当前市场环境和产业格局，鼎晖聚焦产业链重构、管理层迭代、产业整合、特殊交易机会四大策略继续开展新一轮产业并购投资。

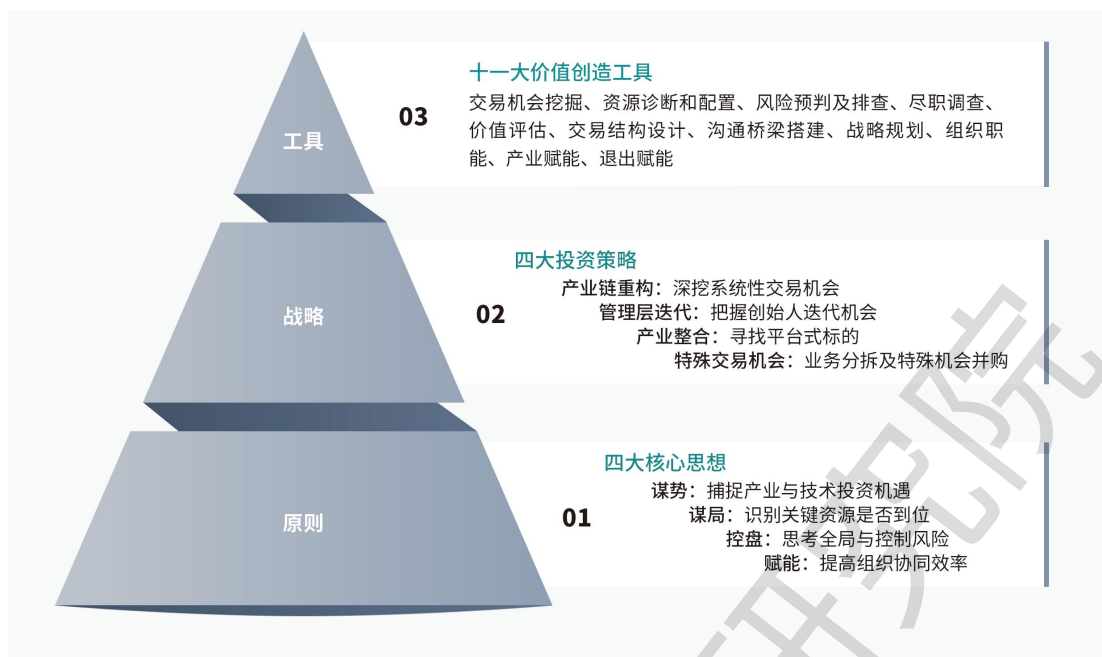


图 5-1 鼎晖并购投资金字塔理论

(二) 并购投资价值创造工具及能力⁷⁴

聚焦到并购实践中，鼎晖团队已经总结出了一套成熟的并购方法论，并据此构建起独特的能力体系。

在并购筹备阶段，交易机会的挖掘和判断最为关键。鼎晖团队拥有其独特的交易机会挖掘机制，并通过关键资源诊断以及系统性风险预判，确保在交易开始前充分认知风险，据此初步拟定最核心的资源整合 / 协同方案。值得一提的是，鼎晖团队在探寻交易机会时，始终以人和组织为出发点，深刻洞察“人性”与“组织发展”的内在规律，并将其作为评估交易机会的重要基础。

在确认并购的可行性后，鼎晖团队将进入并购执行阶段。此阶段最重要的是对交易的每一个关键节点及细节进行精准把控，包括设计个性化的尽调方案、全面评估并购的价值以及搭建灵活适配的交易架构等。过程中，鼎晖的多元文化团队能够充分发挥沟通桥梁的作用，有效凝聚组织内外，形成高协同力，从而大幅提升交易的成功率。

并购整合阶段，鼎晖通过战略规划、组织赋能、产业赋能以及适时退出，帮助企业找到“第二增长曲线”，实现价值再造。实际上并购整合阶段是失败率极高的环节，而鼎晖能够保持高成功率既得益于其专业实力，也得益于充分的前置工作，即在并购开始前就已充分认知并提出问题解决方案。

我们将在本节中，对鼎晖并购投资的实操工具、能力构建及应用案例进行重点分析。

⁷⁴ 该部分内容来源于清科研究中心联合鼎晖投资发布的《2024 中国并购投资趋势洞察与战略指南》



图 5-2 鼎晖投资十一大价值创造工具

1、并购前：全盘策划、整合前置

并购准备阶段，鼎晖以“全盘谋划，整合前置”为策略，其核心专业能力在于发掘独特交易机会、关键资源诊断与配置以及系统性风险预判及排查。

其中，发掘独特交易机会部分将重点介绍鼎晖的项目来源、筛选原则和判断方法。关键资源诊断与配置是鼎晖并购筹备的核心环节，涵盖对目标合作方关键人物的评估、并购双方价值链的分析与协同价值估算，以及资源优化配置方案的制定。此外，正式启动交易前，还需系统性预判与排查全流程风险，本部分将详述鼎晖的并购风险排查策略及实操工具。

(1) 发掘独特交易机会

1) 项目来源：六大业务平台 + 多元化团队资源网络

鼎晖旗下拥有六大业务平台，涵盖了私募股权投资、创新与成长投资、夹层与信用投资、不动产投资、二级市场投资平台润晖投资以及专注于科技领域的鼎晖百孚。这六大业务平台共同为鼎晖并购业务提供广泛的标的资源网络。全方位、多层次的业务布局，使鼎晖在并购投资领域保持着领先的优势和深刻的洞察力。



图 5-3 鼎晖六大业务平台

同时，鼎晖内部汇聚了多名来自不同国家和地区的合伙人，他们各自具有不同的专业背景、产业资源以及庞大的人脉网络，为鼎晖提供了丰富的境内外潜在并购机会。凭借全球化的人才配置，鼎晖也成功构建起独特的境内外并购服务平台。

除此之外，鼎晖拥有良好的产业方合作基础，多起并购交易机会都建立在长期合作和深度互信的基础上。例如百丽国际，自 2005 年首次投资后，鼎晖协助百丽国际完成多起并购，其中有共识也有分歧，但鼎晖始终站在企业和全局角度，为百丽国际提供专业判断，双方也因此建立起深厚的信任关系。正是在长期陪伴和相互信任的基础上，鼎晖得以在 2017 年与管理层和合作方通力合作，顺利完成百丽国际的私有化。

除了从内部资源网络挖掘优质合作方，鼎晖还会通过行业研究从外部寻找潜在的交易机会，筛选项目的方法将在下文展开论述。

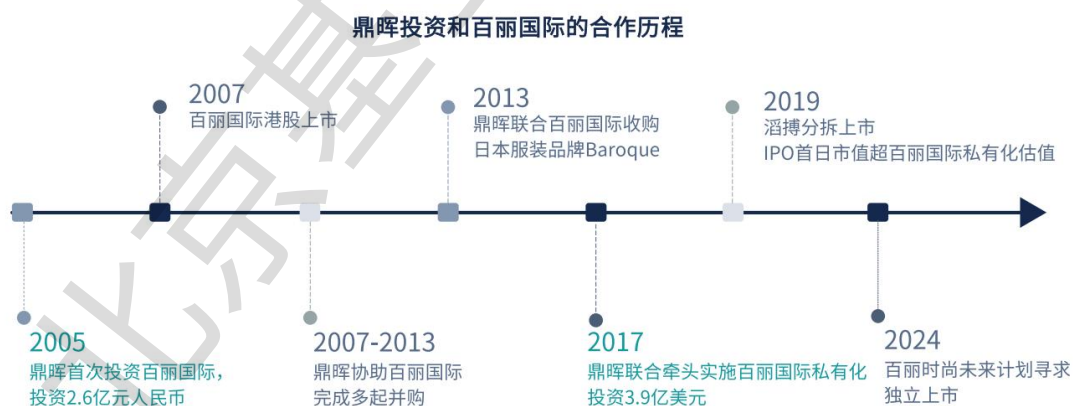


图 5-4 鼎晖投资和百丽国际的合作历程

2) 核心逻辑：寻找有组织能力溢出的合作方

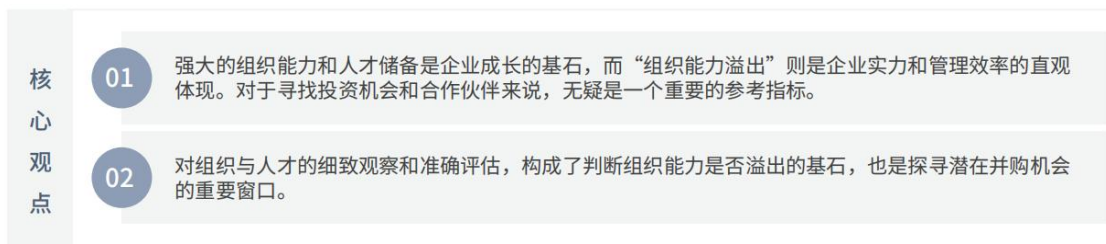


图 5-5 鼎晖关于发掘交易机会的核心观点

在当今的商业环境中，组织能力已经成为推动企业成长的关键因素。一个拥有强大组织能力的企业，不仅可以支持其多个业务线并行且有序发展，更重要的是能够确保企业在面临多变的市场环境时，能够迅速、有效地作出反应，充分地把握和利用各种市场机会。

当企业的组织能力积累到一定程度，便可能产生“组织能力溢出”。在这样的企业里，当一项业务或项目成功后，内部会裂变出能够独立承担新任务、带领团队的业务“操盘手”。以百丽国际和美的为例，两家公司除创始人外，还有一批精通业务、配合默契的核心管理人员。这种能力的溢出，一方面是企业实力和管理效率的体现，另一方面也代表着企业拥有深厚的人才储备，构成企业向外拓展新业务的基础条件。

鼎晖团队经过多年的观察与实践，已经深刻意识到企业发展的这一特点。在挖掘并购交易机会的过程中，积极寻找出现组织能力溢出的企业。在鼎晖看来，财务投资人的资金与组织本身所溢出的能力，往往能形成有效互补。企业借助财务投资人注入的资金，获得开拓新市场和新业务线的动力与资源，从而实现价值的跃升。

通过这一策略，鼎晖成功地将寻找交易机会的起点定位在对组织与人的关注上，为并购团队在复杂多变的商业环境中捕捉到了更具有确定性的投资机会。



图 5-6 寻找有组织能力溢出的合作方

3) 工作方法：“自下而上 + 自上而下”的筛选方法

鼎晖在筛选并购交易机会时，主要采取两种路径。

其一，从自身的资源网络圈层入手，通过结识业内合作伙伴并紧密追踪市场动态，自下而上地发掘潜力项目。一旦发现投资机会，便立即对相关行业和领域进行进一步研究和调查，评估其潜在的投资价值和市场前景。若项目的投资价值通过了内部的研判，则正式启动。

其二，鼎晖也注重从宏观行业研究的角度进行项目筛选，自上而下地审视并锁定有广阔前景的行业，进行深入分析后，发掘并追踪优质潜在投资标的。在确定目标项目后，积极安排实地考察、商务拜访并寻找合作伙伴，以推动项目最终落地执行。

两种项目筛选方法相辅相成，使鼎晖能够敏锐、全面地把握并购市场的机会。

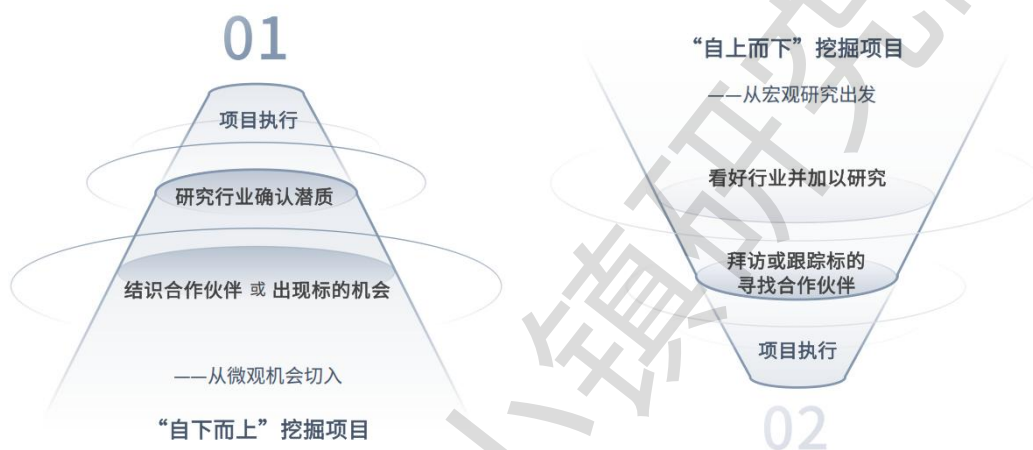


图 5-7 “自下而上+自上而下”的筛选方法

(2) 关键资源诊断与配置

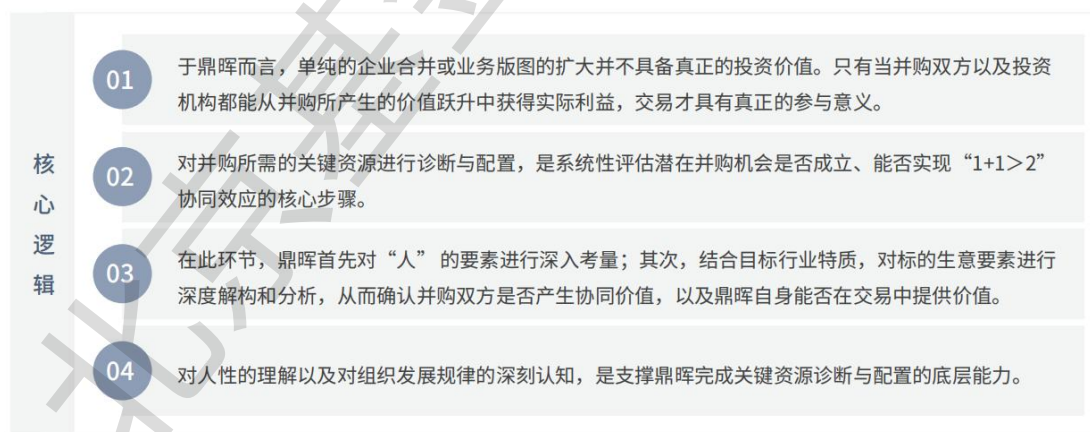


图 5-8 鼎晖关于关键资源诊断与配置的核心逻辑

阶段一：评估诊断合作方关键人物

针对初步发掘的并购机会，鼎晖的首要工作是围绕目标合作方的关键核心人员进行深入分析，诊断其是否具备并购的必要条件，“工匠精神”“运营能力”“领导力”是核心判断依据：

首先，深入考察目标合作方关键人物对产品的热情和专注力，即是否具有“工匠精神”。这种热情体现在对产品细节的极致追求、对用户需求的敏锐洞察以及对新功能、新设计和新技术的浓厚兴趣。在鼎晖看来，如果关键人物怀揣着对产品的极度热忱，那么公司就有可能催生出颠覆性的创新产品。而如果关键人物在这一方面表现平平，则会转向下一维度的评估。

其次，对关键人物在行业、市场和运营方面的洞察力展开诊断，包括对市场趋势的准确把握、对目标用户的精确定位、对产品营销的精通程度以及对企业内部运营流程的清晰认识和优化能力等。同时，是否具备整合行业内外资源的能力，为企业创造更多增量价值，也是重要的考量点。例如鼎晖在初次投资百丽国际时，不仅看重百丽国际业务规模的高速增长，还看重百丽国际高管层全产业链的运营能力。

最后，鼎晖并购团队将从领导力的角度进行最终考量。一个具有强大领导魅力的合作伙伴，能够吸引并留住优质人才，形成紧密的团队协作关系，这种能力或将在一定程度上弥补产品和市场运营方面的不足，成为潜在的成功要素。

综合来看，对“工匠精神 - 市场运营 - 领导力”的诊断，是判断交易机会是否值得进一步探索的基础。只有当目标合作方的关键人物在上述任一维度展现出卓越特质，同时具备充沛的“心力”，即愿力、应变力和韧性，鼎晖才会考虑采取进一步的行动。



图 5-9 阶段一：对关键人物评估诊断

阶段二：深度拆解生意基本盘

在完成对关键人物的初步诊断之后，鼎晖进入资源诊断与配置的主要环节，即对并购双方生意基本盘进行全面解构，判断双方是否具备并购的协同条件，进而判断通过双方资源的优化配置能实现多少协同价值，以及能否满足鼎晖要求的投资收益率。具体操作方法如下所示：

首先，评估并购双方是否拥有共同的战略目标，这包括核心价值观、市场定位、发展路径、对产品创新的追求等方面。如果双方的战略目标不一致，则需要评估能否通过组织调整和利益重构来弥合。若上述条件均不具备，则可能导致并购后的发展方向不明确或内部资源分配不当，进而无法产生协同效应。以服饰鞋履行业为例，品牌型战略企业与零售型战略企业就存在着显著差异。其中，品牌路线企业注重产品的设计灵感、时尚创意，更强调品牌形象和文化的塑造，其核心通常在于设计师团队；而零售路线企业则强调严格的运营管理，关注阶段性目标和日常业绩的监控。



图 5-10 品牌战略 VS 零售战略企业的经营管理风格对比

其次，针对有战略协同的交易机会，鼎晖将深入解构标的业务的价值链，分析双方的优势和短板，评估双方是否能合作互补并产生更多收入，最终形成“1+1>2”的效果。具体而言，价值链解构分析是理解标的业务活动价值创造的过程，即将企业经营活动拆解成一系列相互关联的环节，评估每个环节对最终产品或服务可能产生的附加值。基于此，鼎晖得以确定其中的关键业务流程，并探讨是否能够通过资源优化配置，实现业务流程优化，提高整体效率，进而实现价值提升。

基于解构后的生意基本盘，鼎晖初步估算并购交易可产生的增量价值，以此推测投资收益能否满足预期。估算增量价值主要包括两个方面，一是销售业绩的提升，比如将品牌引入对方所在的市场，通过扩大消费群体拉动业绩提升；二是成本费用的节约，例如并购双方通过供应链协同，降低生产和采购环节的成本支出，从而提升产品利润率。

作为财务投资人，鼎晖也将慎重考虑自身在合作中的贡献，评估能否为标的业务创造额外价值，尤其是标的业务在某些关键资源或能力上有所欠缺时，能否助其弥补短板，进而推动并购后的整体价值实现跃升。于鼎晖而言，在任何的并购合作中，作为买方都应当前置思考自身能为对方带来的实际贡献，这是财务投资人获取合理投资收益的根基

所在。

阶段二：深度解构生意要素

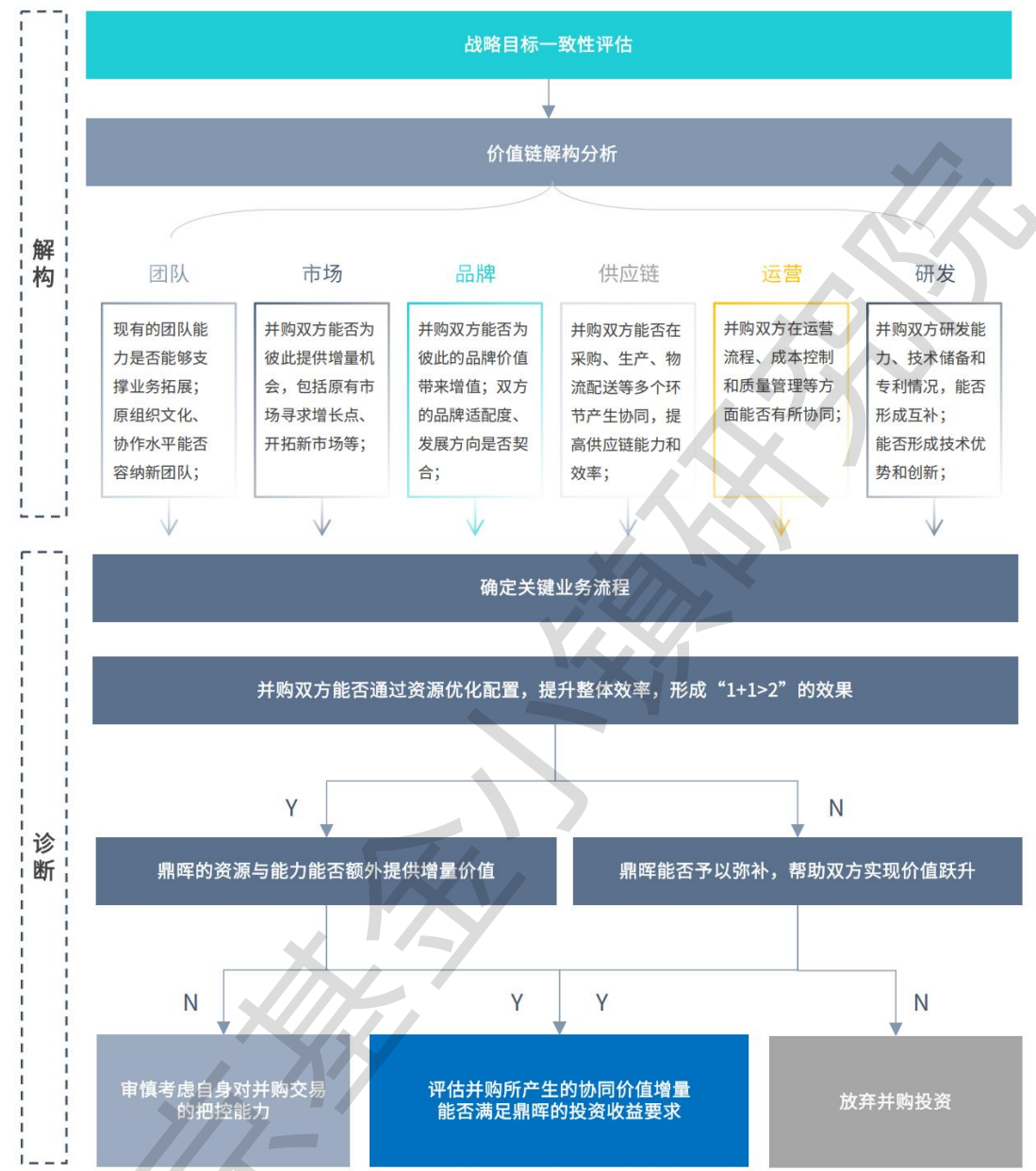


图 5-11 阶段二：深度解构生意要素

阶段三：盘点鼎晖的关键资源配置能力

通过对并购生意基本盘的深度解构，鼎晖已深入了解被并购方的核心资源需求。在此基础上，鼎晖将审视其自身的资源配置能力是否能满足上述需求，明确自身在这场并购交易中所扮演的角色。若经过解构盘点，仍旧无法确认现有能力与资源能够给业务基本盘带来实质性增值，鼎晖或将放弃潜在的交易机会。在鼎晖看来，并购整合失败率极高，投资中更应该坚持严格的筛选标准，做到“有所为、有所不为”。

总体而言，鼎晖在三个方面的资源配置能力较为突出，分别是成建制团队的合理配置、产业资源的匹配以及融资方案的匹配。

• 成建制团队配置

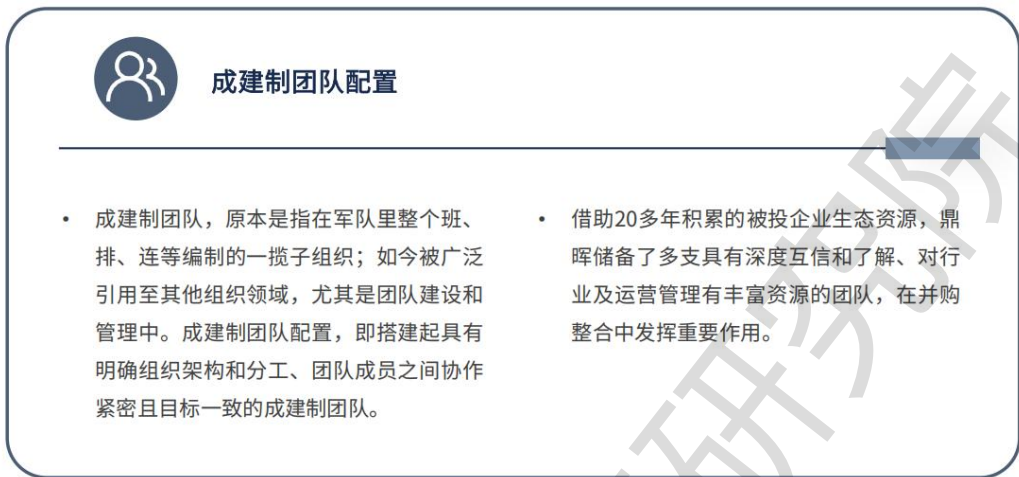


图 5-12 成建制团队配置

构建和优化一个高效、和谐的团队，需要精细化的配置和长期的默契培养。鼎晖在成建制团队配置过程中，特别关注两个核心要素，分别是关键人物领导力与核心功能点上的人才配置。

鼎晖认为，一个出色的领导者，不仅应具备战略眼光和业务能力，更要懂得如何激发团队成员的潜力，如何促进团队协作，因此，“领导力”对企业至关重要。选择那些既拥有专业技能，又擅长团队管理的领导者，对于发挥团队的整体效能有着决定性的影响。

其次，在组织的核心功能环节上需要配置合适的人才。“合适”不仅仅体现在专业的技能和知识，更为重要的是成员之间必须具备深厚的信任，并形成默契的配合。实际上，信任与配合的建立并非一朝一夕，而是需要长期的磨合和共同经历的积累。

值得注意的是，为了避免陷入“神仙打架”的困境，不能简单地将优秀但彼此间缺乏配合与信任的人员拼凑在一起。因此，在选择团队成员时，必须综合考虑其专业技能、合作基础以及与其他团队成员的契合度等诸多因素。只有充分考虑并优化这些要素，才能打造出一个真正具备强大战斗力的团队。

鼎晖协助GO Healthy和Lovehoney完成建制团队配置



图 5-13 鼎晖协助 GO Healthy 和 Lovehoney 完成建制团队配置

• 融资匹配

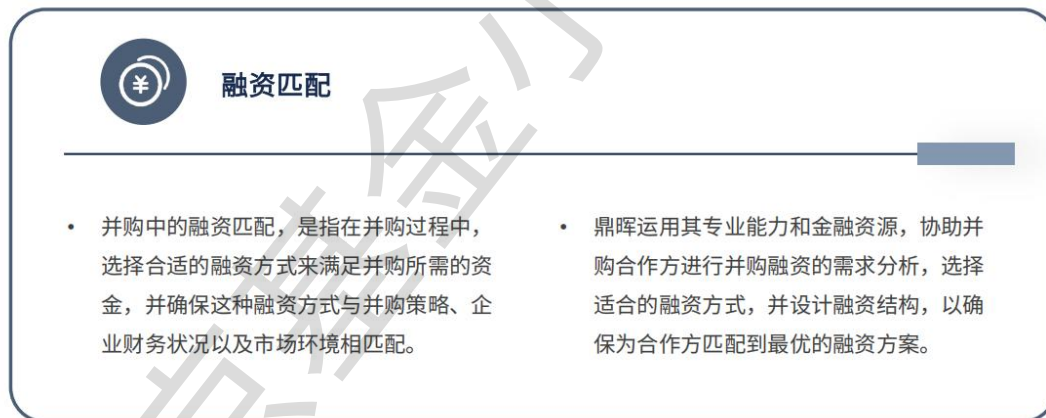


图 5-14 并购中的融资匹配

鼎晖在设计融资方案时, 通常综合考虑多个方面, 包括自身的投资收益、标的企业的运营情况以及贷款与退出计划的衔接。具体步骤如下所示:



图 5-15 鼎晖融资方案设计步骤



图 5-16 鼎晖杠杆融资方案设计思路

注：长期信用贷款主要分为两类，即 Term Loan A（TLA）和 Term Loan B（TLB），其中 TLA 属于分期偿还的定期贷款，贷款期间均匀分摊并偿还本金，通常由贷款银行直接持有并提供资金，TLB 则属于机构型定期贷款，贷款期间象征性还款，期末一次性偿还大笔本金，通常 TLB 的规模、期限、利息率都比 TLA 高。

Unitranche loan/debt 是指一种合并多种级别的信用贷款而形成的单一债券。

1st lien、2nd lien，指第一留置权和第二留置权。留置权通常由债权人在借款人提取债务时围绕抵押品进行确定。留置权可以有不同的级别（tranches or levels），抵押贷款的主要贷款人是第一留置权持有人，另一家提供第二抵押的银行承担第二留置权持有人的角色。因此，第二留置权债务从属于为获得贷款而质押的抵押品。如果发生债务违约或强制清算，债权人按下列顺序获得偿付：第一留置权债权人、第二留置权债权人、无担保债权人、其他所有人，包括股东（如有）。

Credit fund 指信贷基金。

• 产业资源匹配

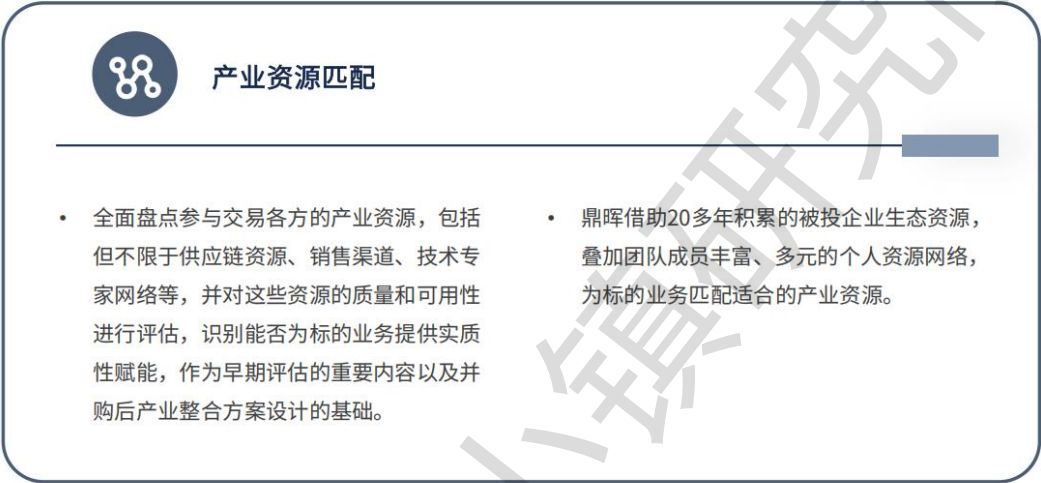


图 5-17 并购中的产业资源匹配

为标的业务提供恰当的产业资源匹配是一个极为关键且复杂的环节，其核心在于如何将各方的资源与新组织的战略目标和需求实现高效对接，从而达到协同，并最大化整体价值。

在并购的早期评估阶段，对产业资源配置的深入考量，实际上是将并购后整合方案的设计提到了并购前。这一前置工作，不仅要深入探究标的业务的战略规划与组织发展计划，还要系统性整合梳理来自各方的资源，包括但不限于研发、生产、市场及渠道等。通过全盘的产业资源匹配，鼎晖能够准确评估各方的真实价值，并在并购前就确认潜在的交易是否能够形成预期的协同效应，从而为并购的最终成功奠定基础。

关于鼎晖具体如何为标的业务提供产业资源配置，将在后文展开详细论述。

(3) 系统性风险预判及排查

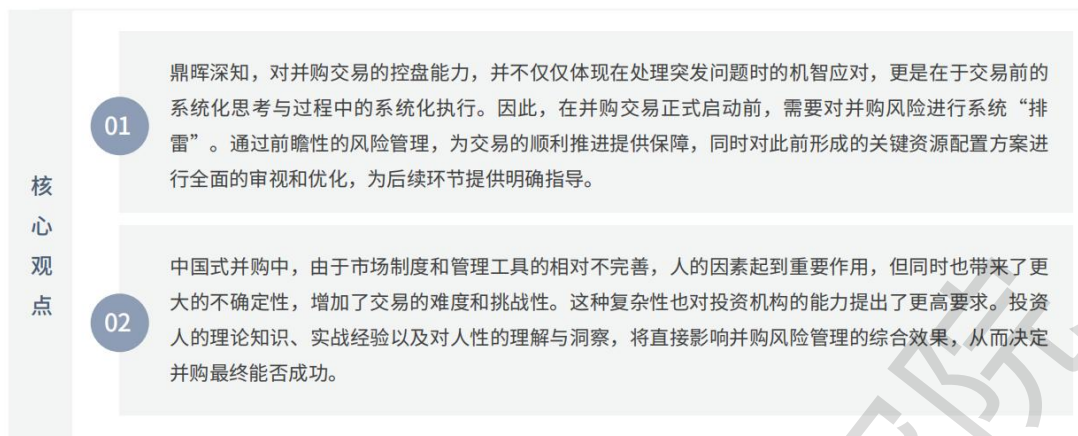


图 5-18 鼎晖关于系统性风险预判及排查的核心观点

完成并购的关键资源诊断及配置后，鼎晖已经初步构建起并购交易的评估和整合方案。然而，并购交易的复杂性并不限于此。在并购交易正式启动前，鼎晖并购团队还需要系统性地预判风险，尽可能细化并购中及并购后各类风险的颗粒度，尤其是对此前关键资源诊断及配置过程中形成的方案进行系统性“排雷”。

在鼎晖的风险排查考量里，风险因素一方面可能来自市场环境的变化、政策法规的调整、竞争对手的策略变动、国际形势的变化等。鼎晖内部对跨境并购中容易出现的地区监管个性化要求、对冲基金狙击、市场舆情变动等突发状况均已形成成熟的预警及应对机制。另一方面，风险也来源于组织内部，例如，并购双方企业文化、管理模式等方面的差异，并购后的人员整合、业务流程的调整、信息系统的对接等。特别是对于在资源配置方案中已确定的关键资源，如核心研发团队、重要的供应链伙伴或独特的市场渠道等，其中任何不稳定因素都可能对并购后的业务运营产生重大影响。

通过前瞻性的风险管理，不仅能够为交易的顺利推进提供保障，更为关键的是，能够对此前关键资源诊断及配置方案进行全面的审视和优化，为鼎晖在后续的尽职调查、交易架构设计、整合方案设计等环节提供了明确的指导，进一步提高并购成功的概率。需要注意的是，现实中的并购交易因人、组织和国家地区等要素差异而变得纷繁复杂，不同交易中风险与意外的出现方式可能千变万化，难以用单一的标准或模型来全面罗列。因此，尽管教科书中可能已对种种风险进行了归类总结，但这些理论知识通常并不能直接照搬运用在实际操作中。

在欧美等成熟资本市场，并购活动已基本被规范化和标准化，通常伴随着一系列严格的政策规定和精细的管理工具，以确保交易的公正性、透明性和效率。其企业管理层在违法后面临高昂的代价，包括法律惩罚和名誉损失等，也促使各方人员更加谨慎行事。多数企业也建立起了成熟的风险防范机制和流程，通过制度的保障来应对并购过程中可能出现的各种风险。

相比之下，中国的并购市场环境则呈现出不同的特点。目前，中国的企业管理在风

险防范、流程标准化等方面相对不成熟，甚至缺失。由于制度和管理工具的不完善，人的直觉、经验和判断力在并购过程中扮演着至关重要的角色。因此，在中国进行并购活动，人的因素被赋予更多的权重。然而，人本身又呈现出极高的不确定性，无疑增加了中国式并购的风险因素。

这就要求参与中国并购市场的投资人不仅要具备扎实的理论知识，还需积累丰富的实战经验，包括处理大型复杂项目和多样化并购交易的能力；同时，对人性也要具备深刻的理解和洞察力。多维度的经验与能力，将直接影响风险管理的综合效果，从而决定并购最终成功的几率。

鼎晖某跨境并购项目 “业务解构-风险排查” 模型

关键模块	关键风险识别	应对预案
产品	? 增长瓶颈 ：标的公司产品在行业中处于领先地位，历史增长可观，但目前似乎遇到发展瓶颈。	1、研究市场格局和发展动向； 2、尽职调查过程中，对行业专家进行访谈，同时对供应链上下游的各方予以关注。
	? 产品老化 ：在核心品类，标的企业的强项产品与行业未来的主流趋势不一致，相关产品是否还能引领市场？主力产品已显出增长乏力，未来是否会萎缩？	
	? 市场策略 ：标的企业惯用的与国际龙头对打的策略是否长期有效？	
	? OEM模式隐患 ：标的企业供应链全在中国，外国员工能否把握中国OEM？	
渠道	? 标的企业与 零售商 关系紧密，是否存在严重依赖某渠道的情况？	1、尽职调查中关注零售商反馈； 2、关注标的企业的动销情况和出货情况； 3、反复论证产品在中国市场推出的可行性以及进入欧洲、日本市场的成功概率。
	? 潜在 区域扩张 ：标的企业主要在北美市场拓展，而欧洲代理商模式发展较弱，亚洲还未进入。是否具备国际化条件？	
品牌	? 标的企业在消费者心中是否是 个好品牌 ？	1、通过零售商和同行了解品牌力； 2、了解内部营销模式最新动态，年轻的管理者是否采取转型措施。
	? 标的企业的创始人曾经长期采用长电视广告的 营销模式 ，能否在新时代继续有效？随着创始人淡出，未来如何应对？	
管理团队	? 管理风格	1、了解管理体系、汇报体系、定期预决算体系； 2、了解管理团队在不同阶段的决策机制及理由；了解新管理人员引入情况； 3、了解管理团队的留任意愿及对买方团的接受程度。
	? 管理能力是否具有延展性：随着公司体量、覆盖区域、产品品类、营销模式升级等变化，管理团队是否有能力继续带领公司成长。	
	? 文化契合	

图 5-19 鼎晖某跨境并购项目 “业务解构-风险排查” 模型

2、并购中：精细控盘、高效执行

进入交易阶段，鼎晖遵循“精细控盘，高效执行”的原则，其核心能力表现在设计并实施个性化尽职调查、对交易价值进行全面评估、构建灵活的交易架构，以及依托多元化团队背景在并购各方之间搭建起沟通桥梁。本部分将对鼎晖并购交易中的执行能力展开详细分析。

(1) 尽职调查

鼎晖团队深知，尽职调查不仅仅是一个程序性的步骤，更是对前期理论判断进行实践验证的关键过程。其核心功能在于，通过实地考察和深入剖析，确保交易判断不陷入过度理论化的风险之中，从而为并购决策提供更为准确、全面的依据。

在鼎晖的理念中，每一次并购交易都具有其独特性和复杂性，前期的方案设计、风险要点也各不相同。因此，尽职调查绝不应该模板化、一刀切。相反，应该在传统标准化尽调流程的基础上，根据不同的交易情况、并购双方的特点和需求，量身定制出具有针对性的个性化调查方案。

以鼎晖联合上海力鸿并购 SharkNinja 为例，鼎晖团队采取“标准化”与“个性化”相结合的方式，综合运用传统尽调、专家访谈、延伸访谈和门店走访四种尽调方案，对 SharkNinja 有了第一手和充分的认识。尽调过程中，并购团队并非放手交给中介机构，而是亲身下场，积极为先前对业务的疑问寻求解答，以确保能够在第一时间从源头获取到最详实、全面的信息，并进行交叉印证。

得益于深厚的专业素养和高效的执行力，并购团队在短时间内完成了对公司业务的全面解构，对可能存在的系统性风险进行了深入排查，并通过尽职调查完成风险疑点的解惑，明确了投资的核心逻辑。这一系列紧凑而高效的工作流程，为后续的投资决策提供了坚实的理论支撑和信息基础。另一方面，并购团队也通过尽职调查明确了并购后有哪些方向及举措可以进一步释放 SharkNinja 的价值，加速公司的成长。

(2) 价值评估

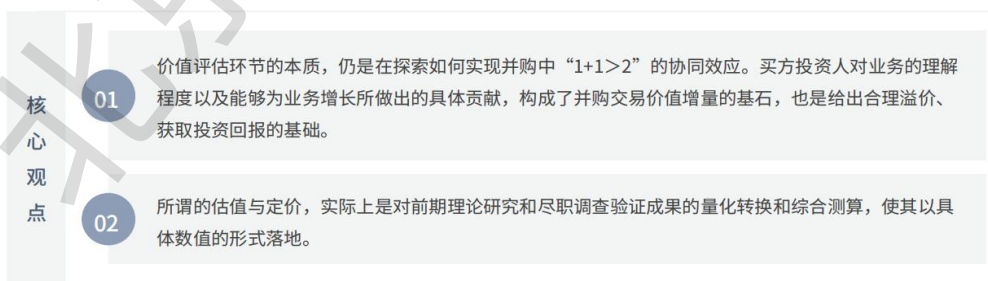


图 5-20 鼎晖关于价值评估的核心观点

在鼎晖的认知中，并购中的价值评估并非局限于财务层面资产估值，还应充分考虑

宏观环境、企业发展前景及协同效应。

鼎晖首先会结合行业周期、发展潜力，从宏观角度对并购交易的价值作出初步判断，因为商业果实的成长与土壤环境息息相关，泡沫期和低谷期的评估逻辑也大相径庭。在宏观视角的基础上，再深入到企业内部，解构业务模块、剖析核心要素，从微观层面对标的真实价值深入挖掘。同时，并购后协同价值评估也是不可或缺的部分。这不是对两个企业财务数据的简单叠加，而是评估并购后双方产生的额外增量价值，这种增值可能以节省运营成本、扩大市场份额、提升品牌影响力等多种形式综合呈现。

综上，鼎晖在并购价值评估中，始终坚守从宏观到微观、由外部至内部全面审视的原则。实际上，这个过程也是对前期所有理论与尽调验证成果的整合与量化，通过综合性的考量，力求提升价值分析和判断的精确性，确保在并购活动中步步为营，只打有准备的仗。



图 5-21 鼎晖之并购交易综合价值评估

对并购交易的综合价值进行全面审视后，鼎晖对并购交易所能带来的潜在价值提升空间已形成基本判断。以此为基础，鼎晖将估算出大致的投资回报，并据此给出可接受的溢价范围，从而形成最终的投资价格。

为了在谈判阶段增加议价筹码，鼎晖还会综合前期的理论与尽调验证成果，制定出详尽的业务优化升级策略，以表明自身的交易诚意和对业务的深刻理解。

总体而言，鼎晖的并购交易流程始终以实现“1+1>2”的协同效应为核心目标，该目标贯穿于前期的每一个环节，且相互衔接、逐阶验证，最终得以将各项成果转化为具体可见的价值测算。这恰恰是鼎晖相较于市场中大多数并购买方的独到优势。

鼎晖之投资估值具象化思路

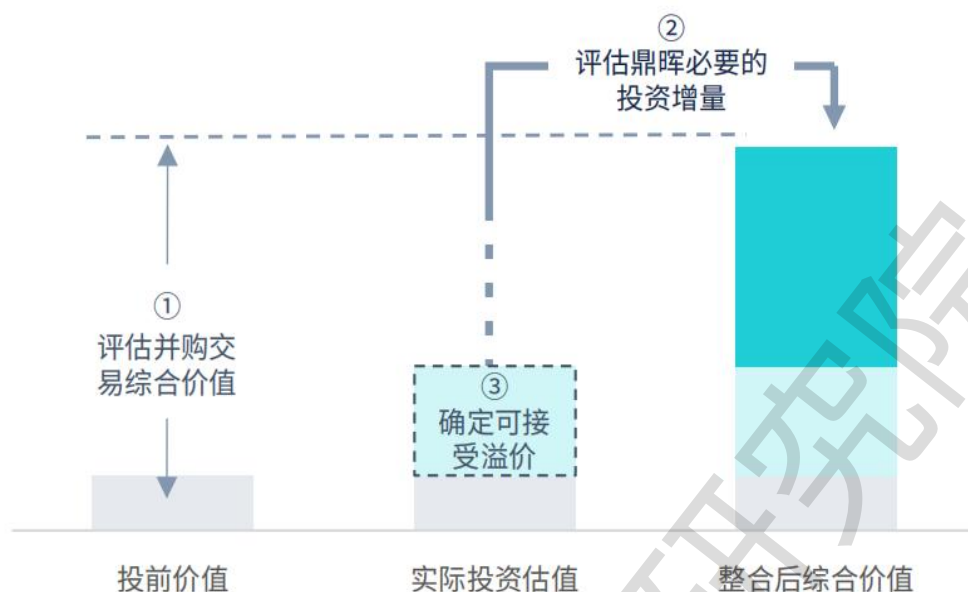


图 5-22 鼎晖之投资估值具象化思路

(3) 交易架构



并购交易架构设计

- 狭义的并购交易架构设计特指并购交易中的融资方案，稍宽泛的表述则涵盖了交易对象、融资和对价支付方式的选择，最充分的表述则进一步扩展到交易主体的选择、持股结构设计、收购后公司的存续方式、税收筹划方案等广泛内容。虽然不同定义涵盖的范围有所差异，但其实质内涵均是通过各种安排，确定交易双方在价值与风险两方面的利益分配关系。因此，设计并购交易架构的出发点就是在不违反法律法规的前提下，选择一种可以满足交易各方意愿的安排，平衡并降低交易成本和交易风险，最终保障并购交易完成。

图 5-23 鼎晖并购交易架构设计

交易架构设计是并购过程中最繁琐、复杂的环节之一，它要求方案的设计者不仅具备深厚的财税与法律专业知识，还要深刻理解公司的战略、业务和运营，需要扎实的理论基础和丰富的实战经验做支撑。

鼎晖并购团队历经 20 多年的积累，成功完成了多起跨地域、跨资本市场的大型并购交易，积累了丰富的实战经验，并擅长根据实际情况灵活调整交易结构。在进行并购交易结构设计时，鼎晖除了考虑常规因素外，还会结合多个独特的考量维度，如未来业

务运营地、落地政府开放程度、资本市场监管、持股结构、对价支付方案、法律环境、财务税务筹划、融资还款安排以及退出的灵活性等。这种高度细化的考量方式，有效地保障了交易的成功率。

鼎晖之交易架构设计考量要素

考量要素	具体内容
未来业务主要运营地	- 成本因素：当地的劳动力成本、租金等运营成本是否在可接受范围内 - 政策支持：运营地政府是否提供税收、资金等优惠政策以支持企业发展 - 地理位置：市场便利性、基础设施是否完善 - 人才资源：业务运营地是否具备足够的专业人才供给
落地政府的开放程度	- 对资本态度：政府是否欢迎外来资本，有无相关的投资限制 - 行政效率：政府审批流程是否高效，是否存在过多的行政干预；公共服务质量 - 外汇收支平衡：涉及跨境交易时，需考量当地外汇收支平衡程度是否能够支撑汇款时效性
资本市场的监管要求	- 信息披露：是否需要按照资本市场的要求进行定期或不定期的信息披露 - 交易规则：资本市场的交易规则是否复杂，是否有利于并购后的资本运作 - 监管强度：监管的频繁程度、一致性，是否有明确规章可循等
持股结构设计	- 控制权：评估绝对控制权、相对控制权、安全控制权 - 经营管理：原股东参与度、管理团队股权激励 - 财税考量：转让方式对税务负担的影响；合并报表的范围、关联交易 - 法律合规：持股结构设计符合相关法律法规的要求，考虑监管审批
对价支付方案	- 财务状况：并购方需要评估自身的现金流是否充足 - 资本结构：并购方的负债水平 - 支付方式：现金支付、资产置换、股权支付、其他支付
法律环境	- 法律法规完善程度：当地的法律法规体系是否完善，能否有效保护投资者权益 - 司法公正性：当地司法体系是否公正、高效，能否及时解决法律纠纷 - 合同执行力度：当地政府执行商业合同的力度和效率
财务安排	- 会计方法：采用何地的会计准则、计价币种等 - 预算制定：并购后的财务预算如何制定 - 资金管理：如何管理并购后的资金流，避免资金闲置或短缺 - 风险控制：财务规划中应包含哪些风险控制措施，以应对潜在的市场风险
税务筹划	- 税务优化：如何利用当地的税收政策进行合理避税，降低税务成本 - 税务合规：确保并购后的税务处理符合当地税法规定，避免税务风险 - 税务稽查应对：提前准备应对税务稽查的策略和措施
融资计划	- 融资方式：确定采取何种贷款方式，如TLA、TLB、债券、银团包销等 - 融资渠道：对比中资银行、国际投行、当地区域银行和Credit Fund - 融资成本：评估不同融资渠道的成本，选择最优的融资组合 - 再融资：未来的贷款置换等
还款安排	- 未来贷款的归还地 - 未来现金流：是否有分红、分红方式及频率等
退出灵活度	- 退出方式：考虑未来可能的退出方式，如股权转让、IPO等 - 上市难度：如采取上市退出，则要考量目标资本市场的要求 - 退出障碍：分析可能阻碍退出的因素及其解决方案

图 5-24 鼎晖之交易架构设计考量要素

(4) 沟通桥梁

有效的沟通是确保交易顺利进行的关键因素，针对并购中的沟通阻碍，鼎晖有独到的应对策略，尤其是面对跨境并购，沟通难点及应对策略可简要归纳如下：

一是文化和语言的差异。

这是跨境并购沟通中最常见的问题。为此，其并购团队组建之初，就高度重视成员背景的多元化构成，并在日常工作中持续加强团队成员的跨文化沟通能力培训，从而确保信息的精准传递。

二是法律和监管环境的差异。

鼎晖机构内部不乏熟悉国际商业和金融法律体系的成员，能够在法律框架、合规要求以及税务处理等方面理解多方的理念与诉求，确保专业领域的沟通保持准确与流畅。

三是商业习惯与谈判风格差异。

由于不同地区的商业习惯和谈判风格可能大相径庭，因此在并购过程中，鼎晖一方面调动机构内部拥有海外工作经历的人员资源，另一方面会提前对目标地区的商业文化进行深入研究，以便更好地适应和融入当地商业环境。值得注意的是，在执行过程中，因商业习惯差异而引发新矛盾的情况屡见不鲜，且这些细节问题相当繁琐，具体到一封信的措辞和描述、会议时间的安排等，这些都需要经验丰富的人员进行判断与把控。

Q & A

Q：一个普通会议的开会时间，到底安排在下午5点还是3点半？

A：美国股市的收市时间是下午4点，因此，相关的电话沟通和通知发放，都应该安排在4点01分之后。如果会议安排在4点前，一旦美国证监会调查，哪怕只有1分钟的差异，都会面临严苛的询问。

图 5-25 会议安排时间 Q&A

四是信息不对称与透明度问题。

鼎晖通常会在合作之初即树立起沟通的基调。例如，在 SharkNinja 的交易中，鼎晖在合作的最初便为各方打下一剂“预防针”，强调各方在这个过程中是互相学习，而非互相防备；自交易开始，大家既不是中国公司，也不是美国公司，而是一家全新公司“JS 环球生活”。

五是如何平衡处理利益相关者的多元性诉求。

鼎晖团队深知，跨境并购涉及多方的复杂利益，因此会积极与各方沟通，寻求共同利益点，以达成共识并确保并购的顺利进行。

Q & A

Q：如何平衡各方的利益？

A：在某跨境并购项目中，最初卖方股东希望出售100%股权，但是鼎晖团队认为创始人应当保留相当比例的少数股权，这样对合并后的组织发展更为有利。

为了让卖方股东改变初衷继续留下辅助管理企业，鼎晖采用“反向路演”的方式，邀请对方到中国亲身体验中国市场的活力和潜力，亲眼见证中方企业的产品力和生产力。通过实地调研，卖方股东认可留下部分小股权将会获得更大的价值，同时感受到收购团队的合作诚意和专业能力。

在接受留下部分小股权后，卖方股东的心态从买方财团的“交易对手”，逐渐成为“未来伙伴”，双方利益得到平衡，项目后续的沟通也变得更为顺畅。

图 5-26 平衡多方利益 Q&A

综上，面对跨境并购中的诸多沟通难点，鼎晖凭借其多元化的团队背景，为并购双方搭建起高效的沟通桥梁。特别是在并购后的整合过程中，鼎晖团队成员以“润滑剂”的角色存在，成为多方交流的枢纽，有效避免了沟通滞后带来的矛盾和问题。

3、并购后：整合赋能、价值创造

并购完成后，鼎晖注重“整合赋能，价值创造”。此阶段的核心专业能力主要体现在战略规划、组织赋能、产业赋能以及适时退出四个方面。

战略规划主要包括两大模块，分别是确定组织提升的核心目标以及制定具体的资源配置策略。组织赋能聚焦于对组织进行改造与升级，涉及管理团队组建、管理制度和运营管控体系搭建，以及企业文化提升。产业赋能主要涉及市场、渠道、供应链、产品等方面的赋能服务。适时退出方面，重点阐述鼎晖如何利用其资本运作专长，帮助企业高效上市或被更适配的产业方并购。

(1) 战略规划

一个可执行的战略规划方案，是组织实现价值跃升的指引。其核心内容包括两大部分，一是明确的企业发展方向，二是合理的资源配置策略。

鼎晖在并购交易完成后，率先对并购后的组织未来发展进行规划。这一过程并非从零开始，而是在此前关键资源配置方案的基础上，首先确定价值提升的核心目标，其次围绕目标制定深入、细化的资源配置策略，形成企业发展的总体方案。

在制定具体策略时，鼎晖的能力优势和资源情况主要集中在三个关键领域，分别是组织赋能、产业赋能和适时退出。具体来看，组织赋能旨在优化企业的组织架构，提升运营管理效率和企业的文化与沟通氛围。产业赋能侧重于推动业务拓展和产品创新，以增强新组织后续的市场竞争力，其中包括按照 Buy and Build 的策略协助企业进行持续收购，进而扩展产品品类、进入新市场、推动行业整合。适时退出实质上是通过投后

赋能与资本运作，帮助企业实现价值提升从而提高投资回报，具体操作包括协助企业规划 IPO 路径、寻找更适配的产业方接手等。

通过系统性的战略规划，鼎晖有效地将并购过程中关于协同整合的准备工作转化为具有高度可行性的实施方案，为并购后的价值创造提供了明确的方向和操作指引。



图 5-27 鼎晖综合采取多项战略举措，助推组织长远发展

(2) 组织赋能

对人与组织的关注，不仅是鼎晖并购的起点，也是并购后为企业赋能的首要任务。自探寻并购契机之初，鼎晖便以“组织溢出能力”为核心要素，并将其视为决策的基础。在进行关键资源诊断与配置阶段，团队构建的策略是鼎晖的专长所在。因此，对于鼎晖而言，对组织进行改造与升级，以满足下一阶段的业务发展需求，既是其赋能服务的起点，也是实现价值提升的基石。具体来看，鼎晖所提供的组织赋能服务主要包括如下几个方面：

其一，在管理层引入专业化人才，进行成建制的团队配置，以强化组织的领导力和决策能力。关于鼎晖成建制团队配置的分析，详见关键资源诊断与配置章节。

其二，搭建完善的管理制度，如协助企业优化汇报层级、建立定期财务汇报制度，以提升组织的管理效率。

其三，优化运营成本，通过构建高效的运营和管控体系，实现资源的高效利用和成本的合理控制。

其四，搭建良好的企业文化与沟通氛围，进一步促进企业内部的信息交流与团队协作，助力企业构建更具凝聚力和竞争力的内部环境。



图 5-28 鼎晖之组织赋能案例——协助 GO Healthy 搭建企业管理体系

(3) 产业赋能

如果说组织赋能是价值创造的前提条件，那么产业赋能则是价值创造的直接手段，其核心目的是帮助企业在市场、渠道、产品以及供应链等多个关键领域进行有效的资源整合，进而显著提升企业业绩，全面增强市场竞争力。

产业赋能意味着投资机构需要将视角从组织内部事务拓展至外部真实的商业环境，直接触及具体的生意操作和市场竞争。这一环节跨越理论与实践，不仅要求投资机构拥有扎实的市场理论知识，更需要具备丰富的实战经验及广泛的落地资源。投资机构在这一过程中展现出的专业实力和服务价值，也是其核心竞争力的重要体现。

鼎晖为并购企业提供的产业赋能，主要围绕市场拓展、销售渠道开拓、产品线研发升级以及供应链管理协同等核心领域展开。通过市场拓展策略，鼎晖助力并购企业深入挖掘潜在市场，定位目标客户群体，从而提升品牌知名度和市场份额。同时，鼎晖协助企业开拓新的销售渠道，建立多元化的销售路径，扩大销售网络。在产品研发升级方面，鼎晖团队深度参与框架探讨，为企业补充参考视角，推动产品创新和技术升级。此外，在供应链管理协同方面，鼎晖也有深厚的经验积累，通过整合供应商、优化供应链流程、提高采购效率和降低物流成本，帮助并购企业实现成本优化和运营效率的提升。

值得关注的是，除了上述维度的赋能，鼎晖还综合了自身资本运作的优势，按照 Buy and Build 的策略，协助企业进行持续收购，进而扩展产品品类、进入新市场、推动行业整合。

GO Healthy 是鼎晖于 2016 年独立并购的新西兰营养品企业。完成并购后，鼎晖成功助其完成产能扩张、拓展澳洲及亚洲市场、扩大销售渠道覆盖面和推出新产品等工作。投资期间，GO Healthy 的财务收入增长超过 4 倍。以下将以鼎晖为 GO Healthy 提供全方位产业赋能为例，展示鼎晖在产业赋能方面的专业实力和服务价值。



图 5-29 鼎晖产业赋能案例之 GO Healthy

(4) 适时退出

“退出”是整个基金管理链条中最具技术和艺术的环节。对于基金管理者而言，通过投后赋能与资本运作帮助企业实现价值提升进而提高投资回报是核心目标，而如何退出、何时退出成为交易各方的关注点。鼎晖通过协调投行、买方等资源来确保基金的顺利退出和企业的后续平稳发展，包括协助规划 IPO 路径、高效执行二级市场退出、帮助企业寻找更适配的产业方或其他投资方接手等。与国际主流的并购基金退出策略一致，鼎晖通过股权转让和分红退出实现的收益占比已达到约 60%，是其主要退出方式，部分项目通过分红实现的退出收益能覆盖大部分本金；IPO 退出则为辅，鼎晖并购项目通过 IPO 退出主要以境外市场上市为主，退出节奏受政策面影响相对较小。2014 年至今，鼎晖并购型项目退出部分已实现超过 3X 的回报。

1) IPO 路径规划

在制定上市路径规划时，需要综合考虑多个关键因素，以确保整个上市过程的顺利进行并最大化企业的市场价值。在此阶段，鼎晖主要考量五大核心要素，包括估值、时间安排、管理成本、重组成本以及战略平台构想。此外，鼎晖还探索实践了收购海外资产后整体上市的交易模式。



图 5-30 鼎晖投资项目上市方案考量要素

2) 并购退出

并购完成后，鼎晖通过一系列赋能手段，全面提升企业的运营效率和市场竞争力。当企业实力得到显著增强，鼎晖再进一步利用其产业资源网络，为企业寻找更合适的产业收购方。通过这种退出方式，鼎晖一方面能够保证获取良好投资的回报，另一方面，也为被并购企业带来了更广阔的发展空间和市场机会。

鼎晖之退出案例——推动GO Healthy被适配产业方并购



图 5-31 鼎晖之退出案例——推动 GO Healthy 被适配产业方并购

4、鼎晖并购投资全流程能力总结

鼎晖并购投资价值创造工具及能力

并购阶段	专业能力	序号	具体操作方法或工具
并购前	发掘独特交易机会	1	“自下而上+自上而下”筛选项目
		2	识别组织溢出能力
	关键资源诊断与配置	3	目标合作方关键人物诊断
		4	目标生意基本盘解构
		5	鼎晖配置能力盘点
	系统性风险预判及排查	6	“业务诊断-风险排查”模型
并购中	尽职调查方案设计 & 执行	7	传统尽调、专家访谈、延伸访谈、实地走访
	全方位价值评估能力	8	并购交易综合价值评估模型
		9	投资估值具象化
	交易架构设计能力	10	未来业务运营地选择
		11	落地政府的开放程度评估
		12	资本市场监管要求评估
		13	持股结构设计
		14	对价支付方案设计
		15	法律环境评估
		16	财务安排
		17	税务筹划
		18	融资计划
		19	还款安排
		20	退出计划匹配
	沟通桥梁搭建能力	21	五大沟通风险考量及应对方案
并购后	战略规划能力	22	确定价值提升的核心目标
		23	制定详细赋能策略
	组织赋能能力	24	成建制团队配置
		25	搭建管理制度
		26	运营和管控体系构建
		27	企业文化与沟通提升
	产业赋能能力	28	市场拓展
		29	销售渠道拓展
		30	供应链协同
		31	新品研发规划
		32	持续收并购
	适时退出能力	33	确定退出路线
		34	上市路径规划
		35	寻找更适配的产业买方

图 5-32 鼎晖并购投资价值创造工具及能力

鼎晖在并购投资全流程中，从并购前的准备、到并购过程的执行，再到并购后的整合与价值提升，均显示出其深厚的行业积淀和精湛的操作技巧。

并购准备阶段，其核心专业能力在于发掘独特交易机会、关键资源诊断与配置，同时系统性管理风险。进入交易阶段，核心能力则表现在设计并实施个性化尽职调查、对交易价值进行全面评估、设计灵活的交易架构，以及依托多元化团队背景在并购各方之间搭建起沟通桥梁。并购完成后，又发挥出战略规划、组织赋能、产业赋能以及适时退出等方面的能力。

基于上述 11 项专业能力，鼎晖进一步细化出 35 项具体的操作细则，为其并购投资的全流程提供了明确的方法和思路指引。这些专业能力和操作方法，共同构成鼎晖在并购投资领域的全方位能力矩阵（见图 5-32）。

如果说上述能力是鼎晖在并购全流程中硬核实力的体现，那么，真正让其“硬实力”得以淋漓尽致发挥的则是鼎晖并购团队经年累月形成的深厚商业素养，也是藏于水下、与众不同的“软实力”（见图 5-33）。

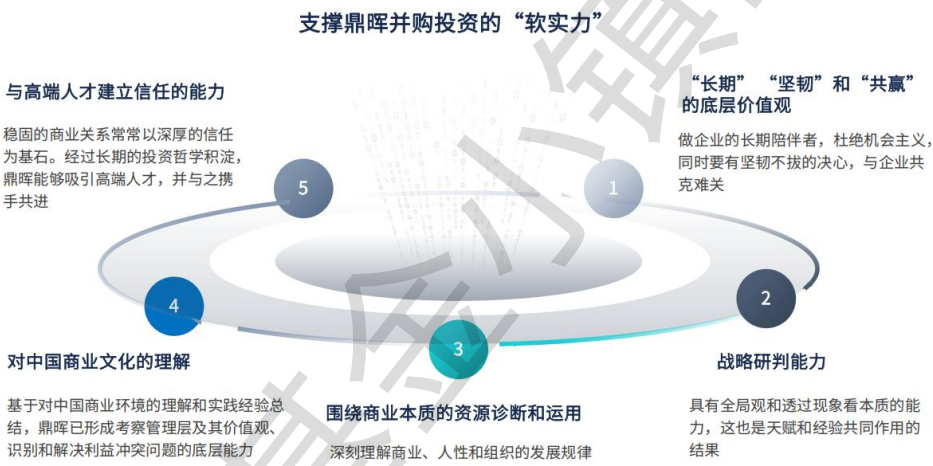


图 5-33 支撑鼎晖并购投资的“软实力”

(1) “长期”“坚韧”“共赢”的底层价值观。

与成长型投资和二级市场投资不同，并购投资有足够的长度、深度和难度，所以需要底层价值观作为支撑。具体来说，并购投资并无风口可言，只能在深层次的业务整合与价值创造中实现稳定且持久的回报，需要做企业的长期陪伴者，杜绝机会主义。此外，并购投资所需要考虑的因素和克服的困难较多，需要有不屈不挠的决心和持续不懈的努力，同时，需要有足够的同理心，必要时与企业共渡难关。鼎晖的投资团队在这些底层价值观方面表现出高度的一致性。

(2) 战略研判能力。

并购投资中的战略研判能力也是决定项目成败的关键要素之一，它关乎能否精准识别机遇、评估风险并制定出切合实际的发展蓝图。例如，在 SharkNinja 的案例中，鼎晖帮助上海力鸿理清思路、明确策略，在众多并购标的中选择了 SharkNinja，并购完成后搭建的境外平台“JS 环球生活”的营收快速增长，鼎晖从而也获得可观的投资收益，充分体现了鼎晖战略研判能力。实际上，战略研判能力可归结于全局观和透过现象看本质的能力，是天赋和经验共同作用的结果。

(3) 围绕商业本质的资源诊断和运用。

具体到并购投资，并购投资中最基础也是最关键的一步是判断 1+1 是否大于 2，过程中除了客观地解构和分析生意要素外，还要有发现问题和解决问题的能力，识别哪些是关键要素以及关键要素是否到位。如果关键要素缺失，机构是否有能力帮助企业进行资源配置。想要实现上述目标，需要深刻理解商业、人性和组织发展规律，并具备一定行业资源。

(4) 对中国商业文化的理解。

国外并购市场的规章制度、风险防范机制和流程相对成熟，且西方社会普遍强调契约精神，但这些在中国企业管理中还不够完善。因此，中国式并购首先需要对人性有全面客观的认识，其次需要花更多的时间去考察管理层及其价值观，以及识别和解决利益冲突问题。

(5) 与高端人才建立深度信任合作的能力。

在并购投资中，“将才”的选择和识别至关重要，优秀的领导者能带领公司在激烈的竞争中沿着正确的方向不断前行。鼎晖投资成立 20 多年来，与相当数量的企业家建立了深度信任和合作的关系，储备了多支具有深度互信和了解、对行业及运营管理有丰富资源的成建制团队，为并购的成功打下基础。

综上所述，并购投资是一项高度复杂且充满挑战的活动，不仅考验着投资者的综合实力与战略智慧，还要求投资者具备丰富的实战经验。“心存敬畏，方得长久”，成就一个优秀的并购团队，往往需要 10 年甚至 20 年，回顾过往，鼎晖在看到机遇的同时，也时刻对市场保持敬畏之心，在实践中锻造出一支专业、审慎且极具战斗力的团队。

君联资本

积极主动的增值服务

君联资本管理股份有限公司（以下简称“君联资本”）是中国领先的私募股权投资机构之一。在私募股权和创投领域有着二十多年的投资经验，经历了多个经济周期的起

伏，对不同市场环境下的投资和投后管理有着深入的理解和应对能力。其凭借专业的投后管理模式和成功的投资案例，为其他私募股权基金提供了借鉴和参考，对整个行业的发展起到了积极的推动作用。迄今为止，君联资本已累计投资了 600 多家企业，其中有 114 家企业在全中国不同的资本市场 IPO 退出，近 100 家企业通过并购退出。⁷⁵

(一) 投后管理流程和制度

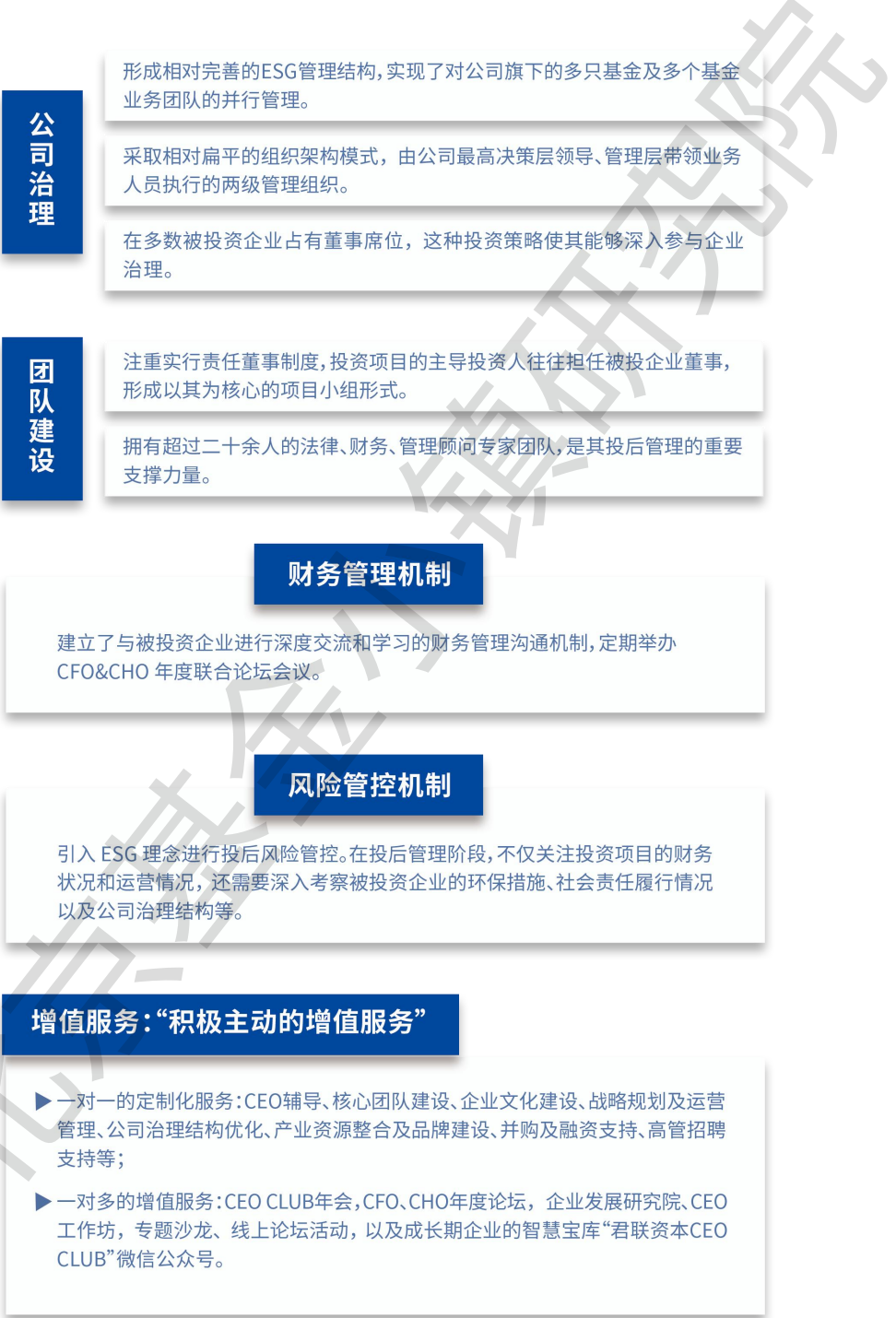


图 5-34 君联资本投后管理流程和制度

⁷⁵ 关于君联资本管理股份有限公司的公司介绍来源于其官网介绍: <https://www.legendcapital.com.cn>

1、公司治理

君联资本是国内最早接触到 ESG 理念的股权投资机构。2019 年，君联资本正式启动机构层面的 ESG 管理框架建设，2020 年，君联资本的 ESG 建设从理念导入、框架梳理深入到具体的业务运营中。目前君联资本已形成相对完善的 ESG 管理结构⁷⁶，实现了对公司旗下的多只基金及多个基金业务团队的并行管理。君联资本采取相对扁平的组织架构模式，由公司最高决策层领导、管理层带领业务人员执行的两级管理组织。君联资本在多数被投资企业占有董事席位，这种投资策略使其能够深入参与企业治理。其所奉行的以投资角色牵动投后赋能的系统化管理方式极具主动性。这种方式不是简单的财务投资，而是积极介入企业发展的全过程，从战略规划到日常运营，通过在企业内部占据关键决策地位，更好地发挥其投后管理的作用，为企业的发展提供全面支持。

2、团队建设

君联资本投后管理注重实行责任董事制度，通过将细化投后责任，明确每个投资项目的主要负责人员。且投资项目的主导投资人往往担任被投资企业董事(简称“责任董事”)，然后形成以其为核心的项目小组形式。这样责任董事参与公司发展战略的制定，使得企业的战略方向能够与君联资本的投资预期相适应，提高被投资企业的投资回报。同时，项目经理在公司业务和运营管理层面发挥积极作用，他们密切关注被投资企业日常运营状况，及时发现被投资企业的需求，并直接提供相应的指导和帮助，确保被投资企业在日常运营过程中遇到的问题能够得到及时解决，从而提高运营效率和项目质量。君联资本内部拥有超过二十余人的法律、财务、管理顾问专家团队，这是其投后管理的重要支撑力量。通过建立以内部专家顾问为依托的辅导及培训研讨模式，为企业赋能提供了强大助力。这种模式能够针对企业在发展过程中遇到的共性问题，如法律合规、财务管理、战略管理等方面，提供专业的辅导和培训。通过组织研讨活动，促进企业之间的经验交流和知识共享，提高了为企业提供共性相关服务的效率，使得被投企业在面临复杂的商业环境和经营挑战时，能够获得专业的指导和建议，提升企业的综合竞争力。

3、财务管理机制

君联资本建立了与被投资企业进行深度交流 and 学习的财务管理沟通机制，君联资本定期举办 CFO&CHO 年度联合论坛会议，论坛主题紧密围绕当前经济环境下企业财务管理的热点和难点问题，论坛邀请不同行业、不同发展规模的被投资企业参与，通过主题演讲、案例分享和对话等方式与被投资企业财务负责人进行对话，同时邀请行业内知名专家、学者对宏观经济形势、行业发展趋势、财务管理的前沿理论等进行深入解读和分析，探讨财务流程的持续优化以及财务和业务的深度融合。君联资本通过搭建与被投资企业进行沟通的平台机制，为被投资企业提供行业发展的最新动态和未来趋势的预测，

⁷⁶ 关于君联资本的 ESG 管理结构参考《2023 年中国股权投资机构 ESG 研究报告》部分内容

帮助被投资企业财务负责人提前做好财务规划和应对策略，同时这种多元化的被投资企业参与，为被投资企业提供了一个跨行业、跨领域的交流平台，有助于被投资企业之间的相互学习和合作，有利于进一步提升被投资企业的竞争力。

4、风险管控机制

引入 ESG 理念进行投后风险管控。在投后管理阶段，不仅关注投资项目的财务状况和运营情况，还需要深入考察被投资企业的环保措施、社会责任履行情况以及公司治理结构等。例如，对于高污染、高耗能的企业，应评估其未来可能面临的环保政策风险以及社会舆论压力对被投资企业发展的影响；对于公司治理结构不完善的企业，应分析其内部管理风险可能对投资回报带来的潜在威胁。通过引入 ESG 理念进行风险考量，能够更准确地识别和评估投资项目的潜在风险，降低投资风险。ESG 理念的引入有助于从长远视角判断被投资企业的价值和风险。关注企业的可持续发展能力，使君联资本能够筛选出具有长期竞争力和抗风险能力的投资项目。

5、增值服务

从成立之初，君联资本就把“积极主动的增值服务”列为重要的业务策略，也是君联资本的特色之一。增值服务的形式既有一对一的定制化服务，也有一对多的平台型服务；一对一的定制化服务包括 CEO 辅导、核心团队建设、企业文化建设、战略规划及运营管理、公司治理结构优化、产业资源整合及品牌建设、并购及融资支持、高管招聘支持等；一对多的增值服务形式包括 CEO CLUB 年会，CFO、CHO 年度论坛，企业发展研究院、CEO 工作坊，专题沙龙、线上论坛活动，以及成长期企业的智慧宝库“君联资本 CEO CLUB”微信公众号。⁷⁷君联资本致力于为被投资企业构建完善的增值服务体系，在提供资本支持的同时，也在被投资企业战略规划、公司治理和财务管理等方面提供更多增值服务，从而促进被投资企业更好的成长和发展。

（二）投资案例

君联资本的部分基金投资了许多知名项目，所投企业中，既包括科大讯飞、宁德时代、药明康德、康龙化成这样的顶尖企业，也有大量的国家级专精特新小巨人和制造业单项冠军，构建了丰富的产业资源。君联资本的投资业绩从多方面体现了其出色的投后管理能力，以下选取部分案例，这些案例体现了君联资本在投后管理方面的专业能力和丰富经验，通过为被投企业提供全方位的支持和帮助，促进了企业的快速发展和价值提升。

1、永臻科技股份有限公司

⁷⁷ 君联资本投后管理增值服务部分来源于君联资本官网，链接为 <https://www.legendcapital.com.cn>

永臻科技股份有限公司（以下简称“永臻股份”）成立于2016年，是国家级专精特新“小巨人”企业、国家高新技术企业。永臻股份主要从事绿色能源结构材料的研发、生产、销售及应用。经过多年的精耕细作，目前已成为国内领先的铝合金光伏结构件制造商。公司主营产品包括光伏边框产品、光伏建筑一体化产品（BIPV）、光伏支架结构件。2021年，君联资本投资永臻股份，投资后，在公司精益生产、人才引进、战略规划、企业管理等方面提供积极主动的增值服务⁷⁸，永臻股份快速发展，技术和研发能力持续增强，收入和利润均实现成倍增长。君联资本在投后管理阶段的主要增值赋能内容体现在以下几个方面：

（1）公司精益生产：在精益生产领域，君联资本深入永臻股份的生产一线，组织专业团队对其生产流程进行全面而细致的梳理与诊断。通过引入先进的精益生产理念与方法，精准识别并消除生产过程中的各类浪费现象，同时，推动生产设备的智能化升级改造，优化生产线布局，使得生产效率得到显著提升。

（2）人才引进：君联资本充分利用自身广泛的人才网络资源以及在行业内的深厚影响力，为永臻股份制定了高端化、多元化、国际化的人才引进战略。一方面，积极从国内外知名高校、科研机构以及同行业领先企业中挖掘顶尖的技术研发人才，充实永臻股份的技术研发团队，使其能够在光伏材料的新型合金配方研发、表面处理工艺创新等关键技术领域取得突破性进展。另一方面，引入具有丰富国际市场运营经验的管理人才和市场营销人才，为永臻股份的出海投资与全球市场拓展奠定坚实的人才基础。

（3）战略规划：君联资本与永臻股份的核心管理层紧密合作，开展多轮深入的战略研讨与市场分析。基于对全球绿色能源发展趋势的精准把握以及对光伏行业竞争格局的深刻洞察，君联资本为永臻股份制定了清晰且具有前瞻性的战略发展路径。明确了以光伏结构材料为核心业务，向上下游产业链延伸拓展的纵向一体化战略方向，同时确立了在国内巩固市场领先地位并加速布局海外新兴市场的国际化战略目标。

（4）企业管理：君联资本为永臻股份引入现代化的企业管理体系与制度。建立了完善的绩效管理机制，充分激发员工的工作积极性与创造力；优化了财务管理流程，加强了成本控制与预算管理，提高了资金使用效率；完善了内部审计与风控体系，有效防范企业运营过程中的各类财务风险与合规风险。

在君联资本在精益生产、人才引进、战略规划、企业管理等多维度的积极主动增值服务强力驱动下，永臻股份快速发展，技术和研发能力持续增强，收入和利润均实现成倍增长。2024年6月26日，君联资本所投的永臻股份在上海主板成功上市，充分彰显了君联资本卓越的投后管理能力与对被投资企业价值创造的强大赋能作用。

2、君联资本担任社保基金中关村自主创新专项基金管理人

⁷⁸ 君联资本对永臻股份的投后管理参考内容来源于君联资本公众号，网址为 <https://mp.weixin.qq.com/s/AONME8dsSfic5e9FJbJyxQ>

2023年7月，社保基金中关村自主创新专项基金成立，该基金由社保基金出资，君联资本担任管理人，首期规模50亿元。君联资本前期采取对投资企业进行长期陪伴的策略。看重企业在产业链中的地位，以及对产业链发展的贡献和企业自身创造的价值，在投后管理阶段，君联资本充分发挥其作为专业基金管理人的核心职能，凭借深厚的行业经验、敏锐的市场洞察力以及完善的管理体系，深度介入被投企业的战略规划、运营优化、风险防控等多方面工作，全力保障投资项目的稳健推进与价值增值，具体体现在以下几个内容：

（1）战略规划与资源对接：君联资本作为管理人积极为被投资企业提供战略规划建议。对于中关村的企业来说，在复杂多变的技术和市场环境中找准定位至关重要。君联资本帮助企业明确自身在产业链中的位置，同时利用君联资本的资源优势，为企业对接上下游合作伙伴、高校科研机构等资源，促进企业的技术升级和市场拓展。

（2）运营管理与人才引入：君联资本为企业提供经验和建议，帮助企业完善内部管理流程。比如在财务管理上，指导企业合理规划资金使用，优化成本结构。在人才引入方面，凭借君联资本的人才网络，为中关村的企业引入高端技术人才和管理人才。引入具有国际知名企业工作经验的算法专家，提升企业的技术研发实力，从而推动企业更好地发展。

（3）风险控制与分散：在中关村自主创新专项基金投资中，君联资本作为管理人了解创新型企业面临的不确定性较高。因此，通过构建多元化的投资组合来分散风险。当面临潜在风险时，君联资本能够及时制定应对策略。如果投资的企业出现技术研发瓶颈或者市场需求突然变化的情况，君联资本可以通过调整投资策略，如追加资金支持企业进行技术转型，或者引导企业开拓新的市场渠道。这种灵活的风险应对措施能够保障社保基金中关村专项基金的资金安全，使其在复杂多变的自主创新投资环境中稳健运行。

（4）风险评估：君联资本对投资企业进行全面的风险评估。从技术可行性、市场竞争格局、团队稳定性等多个维度对企业进行考量。对于中关村的企业来说，技术的先进性和稳定性是关键因素之一。他们会评估企业的技术是否在行业内处于领先地位，是否存在被替代的风险；同时也会分析市场竞争情况，比如在虚拟现实（VR）行业，会研究企业面对国内外众多竞争对手的优势和劣势，从而准确评估投资风险。

社保基金中关村自主创新专项基金是社保基金会与北京市携手合作，其核心使命在于积极响应国家创新驱动发展战略号召，也是以长期资本助推科技创新以及科创企业迈向高质量发展的切实路径。该专项基金精准聚焦于数字经济、软件和半导体、先进制造、医疗健康等关键领域，同时前瞻性地布局互联网3.0、绿色能源与“双碳”、前沿新材料等潜力无限的未来产业领域，君联资本作为基金管理人全力扶持中关村科创企业茁壮成长，加速提升自主创新水准以及科技成果转化效能。

第二节 国际私募股权基金投后管理案例

国外私募投资的投后管理领域有许多优秀案例，展示了私募基金在投后管理中如何通过深度参与和资源赋能，为被投资企业创造长期价值，并在全球化和可持续发展的大背景下，推动企业的全面成长。

凯雷集团（CARLYLE ALPINVEST）

多元资源整合与深度投后赋能

Carlyle（凯雷）集团可以作为境外私募股权基金内部投后管理的标杆。凯雷是全球规模最大、业务最多元化的全球投资公司之一，其将私人资本部署在三个业务领域：全球私募股权、全球信贷和全球投资解决方案。根据凯雷官网公示信息以及 2024 年年报资料，截至 2024 年 12 月 31 日，凯雷管理着 4,410 亿美元的资产，其中全球私募股权业务部门资产管理规模达到 1,640 亿美元；2024 年度，凯雷在全球私募股权业务领域投资 82 亿美元，实现退出收益 178 亿美元，业绩增长率达到 8%。⁷⁹凯雷通过 AlpInvest 与全球超过 360 家股权管理公司保持合作关系，AlpInvest 系凯雷名下一家全球股权资产管理公司，为凯雷提供了深入的行业洞察力以及投后管理支持。

（一）投后管理流程和制度

ALPINVEST 为凯雷主要提供的投后管理流程与制度表现在聘请专门负责人投资（RI）专员、内部多元化团队的培养、多元化投资框架（DEL Framework）制定及 ESG 活动的参与和组织⁸⁰。

（1）2008 年，为了完善内部基金投后管理，ALPINVEST 首次聘请了 RI 专员，制定了 RI 标准。自 2009 年来，ALPINVEST 所有的投资都经过了 RI 的尽职调查。在投后管理里中，RI 会定期对各项投资进行审查，检测定量和定性绩效。ALPINVEST 为了能够更好的进行投后管理，致力于培养多元化和包容性强的团队。这样的团队可以以不同的视角、经验、兴趣、文化和身份，审视项目各个方面并表达不同的想法，从而产生有竞争力的商业洞察力并作出更好的决策。在公司各个层级和职位中，ALPINVEST 的女性代表比例高于行业平均水平。

（2）多元化框架重点在于提高 ALPINVEST 组织内部的多元化、公平性以及包容性，建立了来自不同地区办公室和部门员工组成的投资工作组，建立和执行多元化投资行动

⁷⁹https://www.carlyle.com/media-room/news-release-archive/carlyle-announce-fourth-quarter-and-full-year-2024-financial?utm_source=chatgpt.com .

⁸⁰ <https://www.carlyle.com/>.

计划。

(3) ALPINVEST 为了能够站在气候风险突发问题的前沿,将气候适应能力也纳入了企业发展战略,努力改进公司内部的 ESG 管理,并建立了 ESG 指标和比较报告机制。同时,ALPINVEST 还带领被投项目实施 ESG 计划。

● 聘请专门负责人投资 (RI) 专员

聘请RI专员并制定RI标准,RI会定期对各项投资进行审查,检测定量和定性绩效。

内部多元化团队的培养 ●

致力于培养多元化和包容性强的团队,以不同的视角、经验、兴趣、文化和身份,审视项目各个方面并表达不同的想法,从而产生有竞争力的商业洞察力并作出更好的决策。

● 多元化投资框架 (DEL Framework)

提高组织内部的多元化、公平性以及包容性,建立了来自不同地区办公室和部门员工组成的投资工作组,建立和执行多元化投资行动计划。

ESG活动的参与和组织 ●

将气候适应能力纳入企业发展战略,努力改进公司内部的ESG管理,并建立ESG指标和比较报告机制。同时,带领被投项目实施ESG计划。

图 5-35 ALPINVEST 投后管理流程和制度

(二) 投资案例

境外私募股权基金为被投项目还带了许多赋能价值。BJ' s Wholesale Club (BJ) 是一家主要集中在美国东部的领先会员制仓储俱乐部运营商,相较于传统超市竞争对手,他们提供的制造商品品牌食品购物篮平均节省 25%或更多。2018 年 7 月 2 日,BJ 首次公开募股(“IPO”)并在纽约证券交易所(“NYSE”)上市,股票代码为“BJ”。

Leonard Green & Partners, L.P. (“LGP”) 是一家领先的私募股权投资公司,成立于 1989 年,总部位于美国洛杉矶,管理着约 750 亿美元的资产,主要专注于投资服务业,包括消费行业、医疗保健和商业服务,以及分销和工业。CVC Capital Partners

是一家总部位于卢森堡的私募股权和投资咨询公司，成立于 1981 年，截至 2022 年 3 月 31 日，其在欧洲、中东和非洲、亚洲和美洲的 25 个办事处网络中拥有超过 850 名员工。Beacon Holding Inc. (“Beacon”) 是由 Leonard Green & Partners (“LGP”) 和 CVC Capital Partners (“CVC”) 投资基金于 2011 年 6 月 24 日成立的公司，目的是完成对 BJ 的收购。针对收购后的管理工作，Beacon 实施了订立《管理服务协议》《管理层股东协议》《投票协议》《锁定协议》，以及进行市场推广行为⁸¹。

(1) 在 2011 年 LGP 及 CVC 收购 BJ 时，公司与两位投资人签订了管理服务协议，要求投资人提供管理和财务服务，并约定该协议在公司首次公开募股完成后终止。管理服务协议规定每年向发起人（或其顾问关联公司）支付总计 800 万美元的管理费，外加现金支出。2018 年、2017 年和 2016 年，公司分别支出了 330 万美元、800 万美元和 810 万美元的管理费和现金支出。管理费和其他费用在合并经营报表和综合收益表中的销售、一般和行政费用中报告。

(2) 2011 年 9 月 30 日，在 LGP 及 CVC 收购公司的同时，Beacon Holding Inc. Green Equity Investors V, L.P. Green Equity Investors Side V, L.P. Beacon Coinvest LLC 和某些管理层股东签订了一份《管理层股东协议》。管理层股东协议规定了惯常的看涨权、看跌权、股票优先认购权、股票共同出售权和强制出售权以及附带登记权。各方约定在首次公开募股完成后，该协议除附带等级权外的条款终止。

(3) 根据 LGP 及 CVC 与 BJ 签订的《投票协议》，LGP 及 CVC 有权指定个人列入由公司董事会推荐的董事会选举提名名单，取决于所持股份的数量，LGP 及 CVC 有权提名一定数量的董事。

(4) 针对 2019 年 3 月的二次发行，公司、LGP、CVC 及公司的高级管理人员同意与承销商签订新的《锁定协议》，限制在 2019 年 3 月二次发行招股说明书发布之日起 60 天内出售或转让普通股，但某些例外情况除外。受限制的约 4200 万股将在这些锁定期到期后有资格出售。此外，2019 年 3 月二次发行承销商可自行决定随时以任何理由释放全部或部分受这些锁定协议约束的股份。BJ 的供应商之一 Advantage Solutions Inc. 是由 LGP 及 CVC 的关联公司控制。

(5) Advantage Solutions Inc. 主要是俱乐部产品演示和采样服务的提供商，还会为 BJ 提供辅助支持服务，包括季节性礼品包装、现场销售协助和展示维护等。在 2018 财年，BJ 约支付给 Advantage Solutions Inc. 4390 万美元用于演示和采样服务。

(6) 在 LGP 和 CVC 收购 BJ 后，经过一系列投后管理措施，BJ 在经营和资本市场的反馈方面取得了显著的进展。从经营方面来看，LGP 和 CVC 的紧密参与确保了公司在关键战略决策中的稳健性和一致性，BJ 的门店数量从 2018 年的 216 家增长至 2023 年的 243 家，门店的建筑面积也从 2018 年的 8-14 英亩增长到 2023 年的 10-14 英亩。

⁸¹ <https://investors.bjs.com/financials-and-filings/annual-reports/default.aspx>.

BJ 的销售渠道由线下及网站扩展为线下、网站及移动应用程序，增加了消费者购物的便利性。从宣传方面来看，增加了线上推广的比例，节约了线下推广成本等等。从资本市场的反馈方面来看，BJ 的普通股由在 NYSE 2019 年 3 月 15 日每股 25.43 美元增长至 2024 年 3 月 6 日每股 72.15 美元。LGP 和 CVC 对 BJ 的成功投后管理不仅体现在资本市场的反馈上，还体现在其市场地位的巩固以及品牌影响力的增强。通过订立管理服务协议、管理层股东协议、投票协议、锁定协议，并通过优化市场推广方式的投后管理策略，这两家私募股权公司成功将 BJ 从私有化到上市的转型中，实现了全面的增值，为投资者创造了显著的回报。

红杉资本（SEQUOIA CAPITAL）

专家级专业团队全方位赋能

Sequoia Capital Operations, LLC（Sequoia）可以作为境外私募创投基金的优秀案例与各位分享。Sequoia 是一家总部位于加利福尼亚州门洛帕克的美国风险投资公司，专门从事技术领域私营公司的种子期、早期和成长期投资。Sequoia 已经实现美欧、中国、印度/东南亚业务的各自完全独立，并采用不同品牌运营。

（一）投后管理流程和制度

Sequoia 针对被投项目的投后管理提供了一系列的支持，包括但不限于提供 Sequoia One PEO 业务、设有专门的法务部门和风险防控部门、专门的转型团队、专门的商业咨询团队、专门的合规团队以及专门的顾问委员会⁸²。

（1）Sequoia One PEO 业务可以为被投的中小型企业提供外包人力资源、薪资和福利支持，为投后企业的基础运营提供帮助。该业务解决了许多初创企业和成长中的公司在人力资源管理方面的难题。这些企业通常缺乏专门的 HR 团队或资源来处理复杂的员工管理事务，通过这种外包服务，企业可以专注于核心业务发展，而不必为繁琐的后勤和运营管理分心。该部门当前管理人为 Christina Sullivan，毕业于旧金山州立大学工商管理学，拥有旧金山州立大学人力资源管理证书，加州人寿、意外和健康保险执照。

（2）Sequoia 的专门法务部门和风险防控部门负责确保各项职能部门的顺利运营，同时确保公司拥有支持被投项目及其发展所需的一切资源。风险防控部门还负责帮助被投企业识别和评估潜在的市场、技术、政策等方面的风险，提供相应的防控措施和策略，确保企业在面对不确定性时具备足够的应对能力。该部门当前管理人为 Stephen Kim，毕业于纽约大学法学院，法学博士。

⁸² <https://www.sequoiacap.com/about/leadership/>.

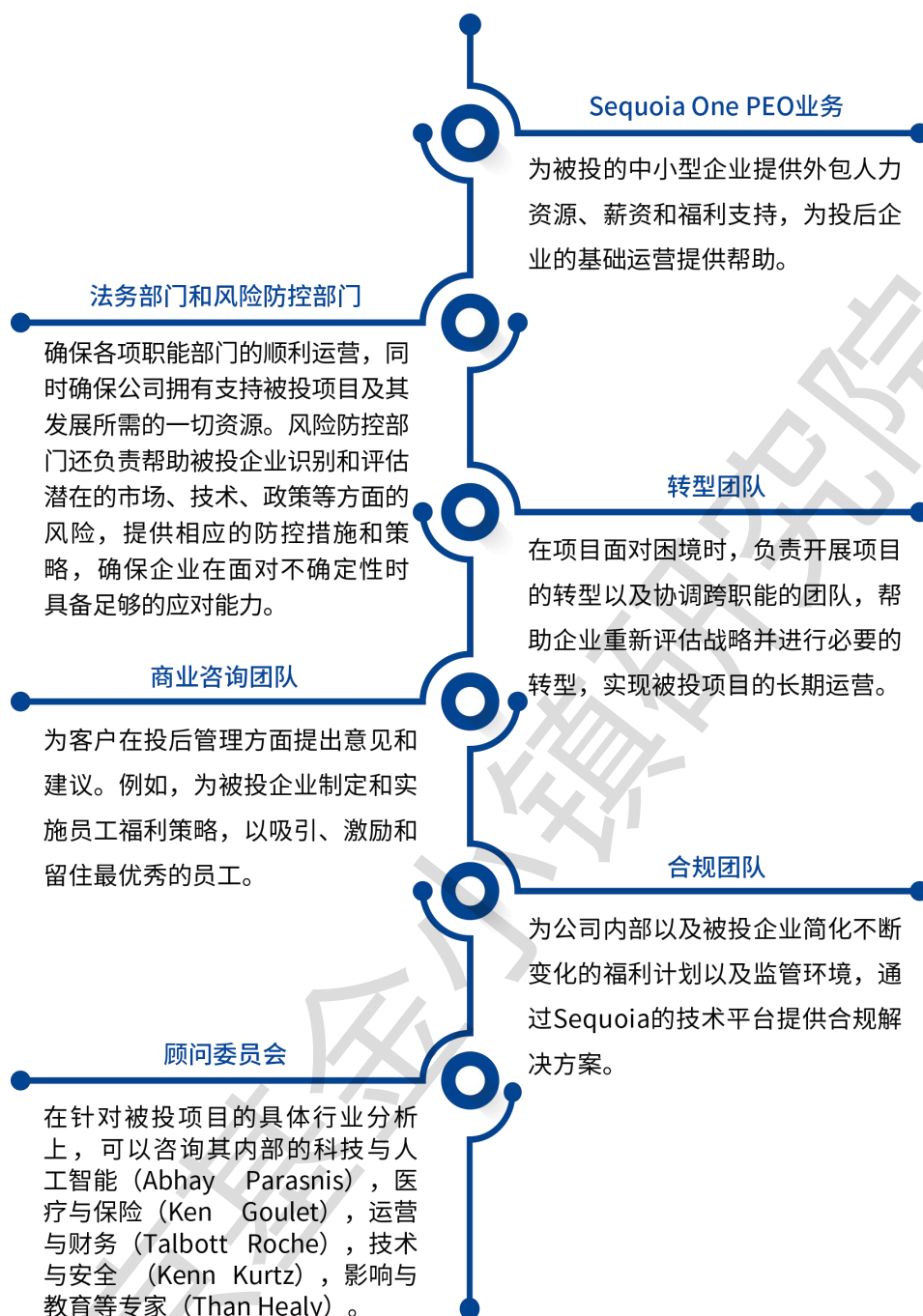


图 5-36 Sequoia 投后管理流程和制度

(3) Sequoia 的专门的转型团队负责投后管理，在面对困境时，负责开展项目的转型以及协调跨职能的团队，帮助企业重新评估战略并进行必要的转型，实现被投项目的长期运营。该部门当前负责人为 Henri Cournand，毕业于诺瓦东南大学，工商管理硕士。

(4) Sequoia 的专门的商业咨询团队为客户在投后管理方面提出意见和建议。例如，为被投企业制定和实施员工福利策略，以吸引、激励和留住最优秀的员工。该部门当前负责人为 Mark Berkowitz，毕业于哥伦比亚大学，组织心理学硕士。

(5) 其专门的合规团队，为公司内部以及被投企业简化不断变化的福利计划以及

监管环境，通过 Sequoia 的技术平台提供合规解决方案，该部门当前负责人为 Joanna Castillo，毕业于威廉米切尔法学院，法学博士。

(6) Sequoia 的专门顾问委员会在针对被投项目的具体行业分析上，可以咨询其内部的科技与人工智能(Abhay Parasnis)，医疗与保险(Ken Goulet)，运营与财务(Talbott Roche)，技术与安全(Kenn Kurtz)，影响与教育等专家(Than Healy)。Sequoia 可以借助这些专家的行业经验和知识，在技术革新、市场动态、政策变动等方面获得独到的见解，从而做出更加明智的决策。

(二) 投资案例

Y Combinator Management, LLC (简称 YC) 是一家美国科技初创公司加速器和风险投资公司，成立于 2005 年 3 月。YC 已帮助超过 4000 家公司起步。加速器项目最初在波士顿和山景城启动，2019 年扩展到旧金山。通过 YC 孵化的公司包括 Airbnb、Coinbase、Cruise、DoorDash、Dropbox、Instacart、Reddit、Stripe 和 Twitch。Sequoia 专注于对科技领域的私营公司进行种子期、早期和成长期的投资。截至 2022 年，该公司管理的资产约为 850 亿美元。

Dropbox, Inc. (“Dropbox”) 总部位于美国加利福尼亚州旧金山。它提供云存储、文件同步、个人云以及客户端软件等服务。Dropbox 最初获得了种子加速器 YC 的资金支持。2007 年，Dropbox 还从 Sequoia 筹集了 120 万美元的 A 轮融资，这笔资金连同利息(基于该金额)作为 A 轮投资的一部分转化为股权，并包括一笔新的 600 万美元投资，使总金额达到 725 万美元，该轮融资于 2008 年结束，相关文件于 2009 年提交。2017 年 3 月，彭博社报道称 Dropbox 已获得 6 亿美元的信用额度，公司预计将“最快在今年”提交首次公开募股(IPO)申请。2018 年 2 月，Dropbox 提交了在纳斯达克上市的 IPO 申请。公司最初计划筹集 5 亿美元。2018 年 3 月 23 日，Dropbox 的股票在首个交易日上涨 42%，达到每股 29.89 美元。

Sequoia 作为一家领先的风投机构，在 Dropbox 的投后管理中发挥了关键作用。通过 Sequoia 的商业咨询团队，为 Dropbox 提供了高层次的战略指导建议，帮助公司在快速增长和扩展时保持竞争力。Bryan Schreier 作为 Sequoia 的合伙人在 Dropbox 董事会中担任重要角色，为公司的长期发展提供方向。同时，Sequoia 的“运营合作伙伴”模式是其一大亮点，Sequoia 利用其广泛的资源网络，帮助 Dropbox 在各个方面实现增长，包括市场营销、招聘高级管理人员、技术支持等，帮助 Dropbox 联系到关键客户、合作伙伴和高层次的技术人才。在企业发展方面，随着 Dropbox 扩展到全球市场，Sequoia 为其提供了重要的市场进入策略和本地化建议，帮助公司在不同区域市场上取得成功。当企业遇到挑战或危机时，Sequoia 会积极参与，提供解决问题的方案，帮助公司渡过难关。包括在业务转型或战略调整时提供指导，确保公司能够迅速应对市场变化。

YC 的投后管理策略以持续的指导和定期的交流为核心。在创业加速期结束后，YC 为创业者提供定期的办公时间（Office Hours）以及专门的交流渠道，帮助他们解决从产品开发到市场拓展等方面的问题。YC 合伙人通过一对一的指导，针对初创公司在成长过程中遇到的各种挑战，提供个性化的建议和方案，确保公司能够持续前进。其次，YC 的强大社区为其投后管理提供了独特优势。YC 的创始人能够进入一个由数千家成功公司和创始人组成的网络，获得广泛的资源支持。这些资源包括合作机会、招聘建议、市场进入策略等，帮助初创公司在竞争激烈的市场中脱颖而出。YC 还定期举办聚会和在线讨论，促进创始人之间的知识共享和合作，形成了一个相互支持的创业生态系统。最后，YC 在帮助初创公司融资方面也发挥了重要作用。通过 Demo Day 等活动，YC 为创业公司与全球顶级投资者搭建了沟通桥梁，促进了融资的顺利进行。除了提供自身的投资基金支持，YC 还通过其广泛的投资者网络，为公司提供了后续融资机会，确保公司在不同发展阶段都能够获得必要的资金支持，以助力其市场扩展和技术创新。

第六章

私募股权基金

投后管理典型处罚及司法裁判



第一节 总述

一、私募基金行政处罚总体情况

经威科先行数据库检索整理，自 2001 年 10 月 26 日至 2024 年 12 月 31 日，中国证监会及省级证监会作出与金融（基金）、金融合规（基金）相关的行政处罚决定书共计 902 份，经筛选涉及基金违规的行政处罚决定书共计 280 份⁸³，其中明确为私募基金违规的行政处罚决定书共计 199 份。随着私募基金相关法律法规、行业自律规则的逐渐完善，证监系统对私募基金的行政监管呈现出从严的趋势。鉴于私募基金已经成为目前资本市场投资者的选择中的重要组成部分，证监系统的从严监管实质上意在引导私募基金行业朝着合规、健康的方向发展。

1. 按照年份统计，过去近 24 年间，私募基金行业的行政处罚情况如下：



图 6-1 私募基金行业行政处罚数量

2. 从行政处罚决定作出机关的所属地域来看，私募基金行政处罚主要集中在上海、广东、浙江、北京等地，各省级证监局中，上海证监局作出的私募基金行政处罚决定书最多，为 50 份，其次是广东证监局和浙江证监局，分别为 33 份和 15 份。

⁸³ 检索路径为威科先行数据库-行政监管-行政处罚-高级检索-主题分类-金融（基金）、金融合规（基金）-监管机构-证监会（局）。筛选基金违规年份数量时，先选择发布日期-允许筛选合并-输入年份，再选择基金类型-取消允许筛选合并单元格；筛选基金违规数量时，先选择基金类型-允许筛选合并单元格，再选择违规类型-取消筛选合并单元格；筛选基金处罚类型数量时，先选择基金类型-允许筛选合并单元格，再选择处罚类型-取消允许筛选合并单元格。

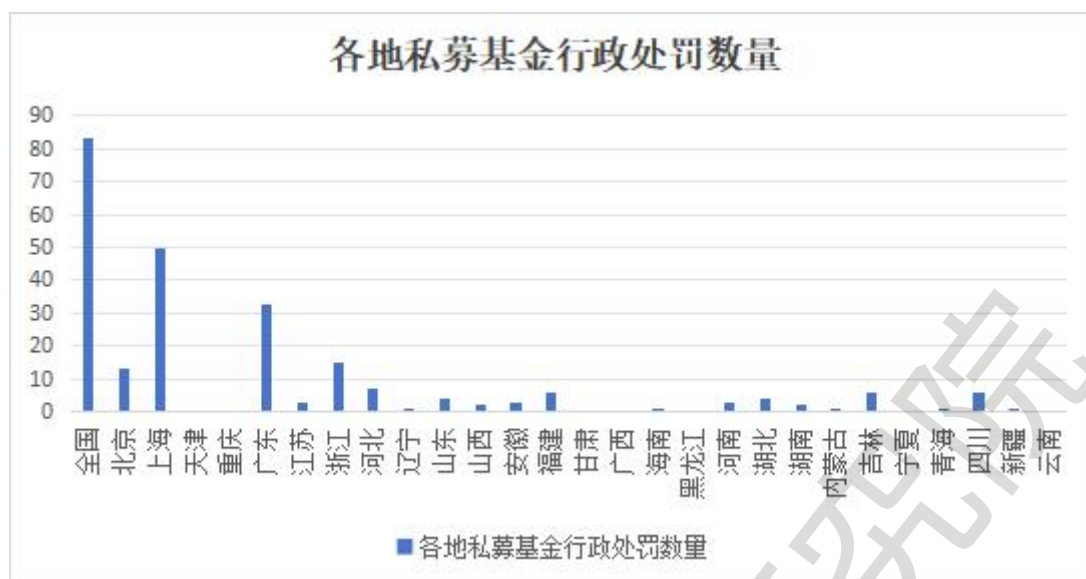


图 6-2 不同省份私募基金行政处罚数量

3. 从私募基金行政处罚决定书所涉及的违规类型来看，违规类型主要集中在未按规定履行信息披露业务、产品备案管理违规、不当宣传推介、未按规定履行信息报送义务、违法投资者适当性管理、挪用基金财产、未妥善保管资料、违反合格投资者审查、内幕交易、公开宣传推介、违规投资运作等。

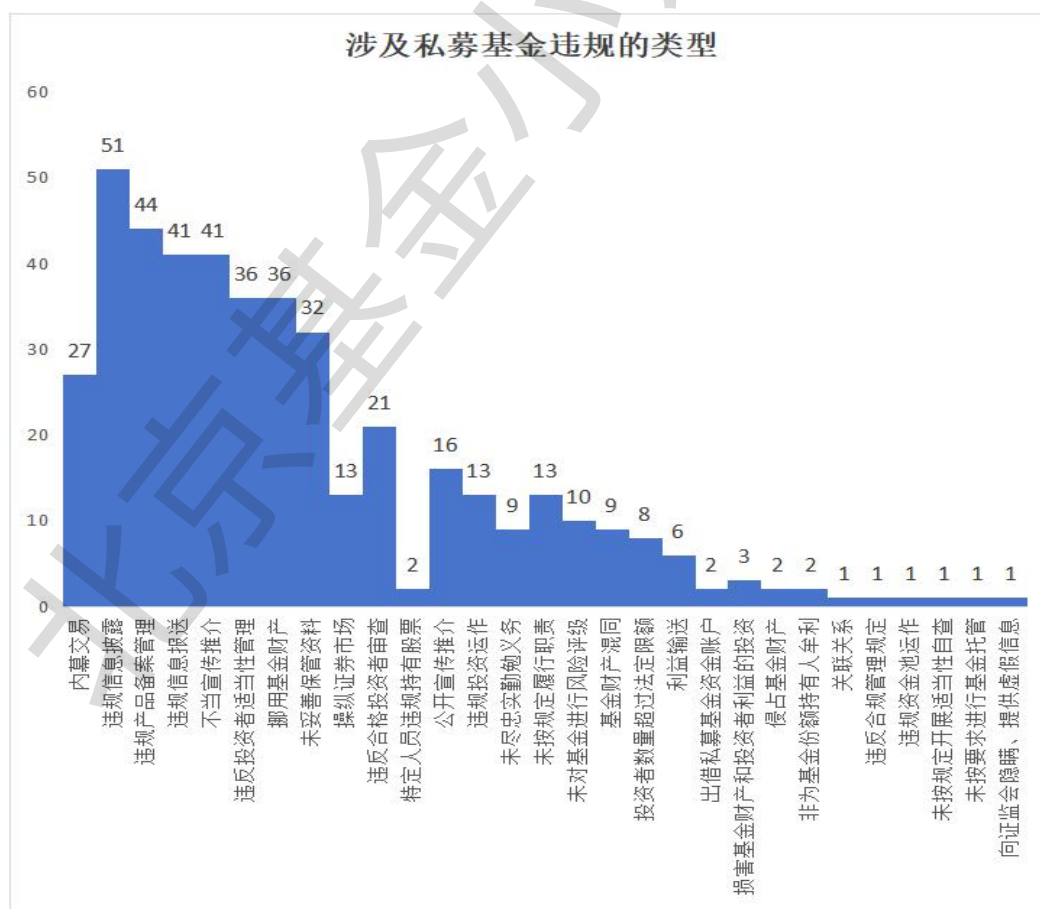


图 6-3 涉及私募基金违规的类型

4. 从**私募基金处罚类型**来看，私募基金行政处罚的类型以对主要责任人员处以罚款、对主要责任人员予以警告、对机构处以罚款、对机构予以警告、对机构采取责令改正为主。

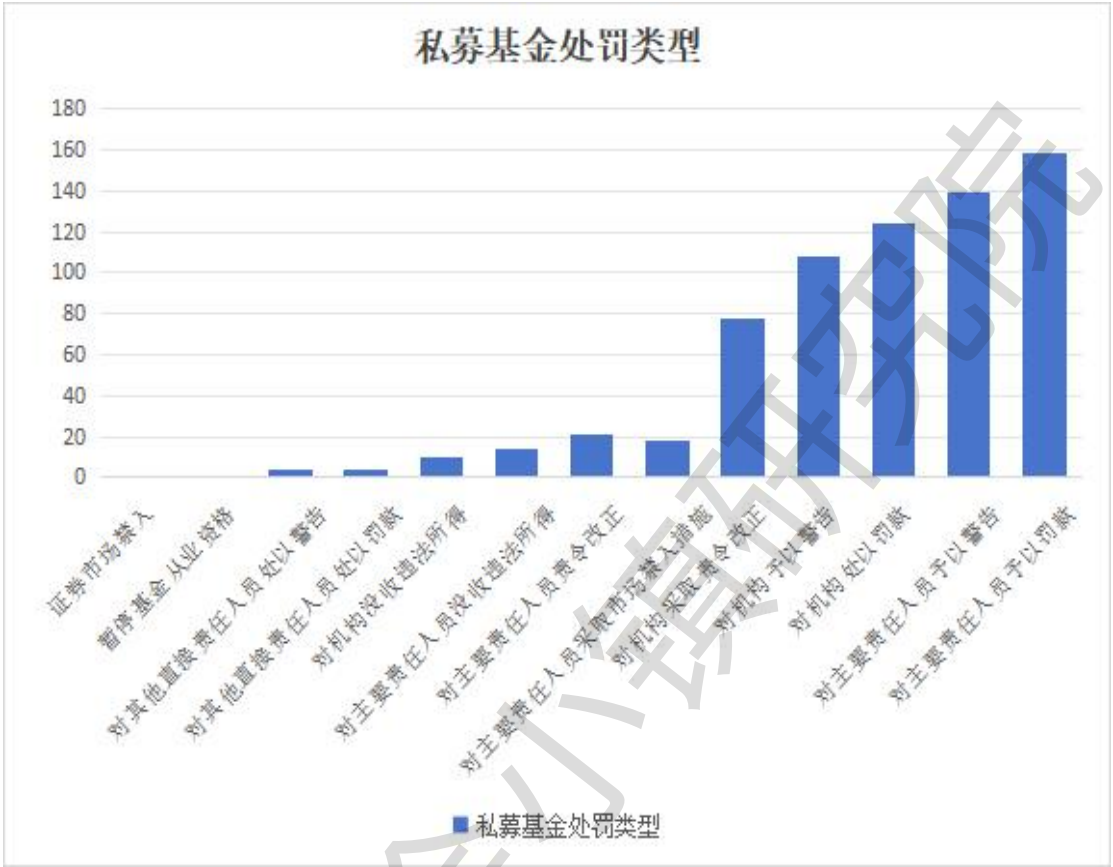


图 6-4 私募基金处罚类型

二、私募股权基金投后管理行政处罚情况

根据基金的募投管退流程，涉及投后管理阶段的行政处罚情况如下：

表 6-1 股权基金投后管理阶段行政处罚之违规类型

违规类型	数量
未按要求履行信息报送义务	40
未按照规定履行信息披露义务	38
未妥善保管资料	27
挪用基金财产	28
违规投资运作	11
未按规定履行职责	7
将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事投资活动	6
侵占基金财产	2
关联关系	1

总体来看，私募股权基金在投后管理阶段遭受过行政处罚的案例占总体的处罚比重较小，且管理人受到处罚的原因较为常见的是未按照要求履行信息报送义务、未按照规定履行信息披露义务、未妥善保管资料、挪用基金财产等，重点集中在管理人的信息披露、资料保存以及保障基金财产安全的义务未履行到位。

三、私募股权基金投后管理司法裁判概况

投后管理阶段的起点是基金对项目首次出资之日，截止日为基金完全退出项目并不再享有投资权益之日。基金投资阶段的纠纷以及退出阶段的常见纠纷，如投资协议纠纷、投资中的股权确权纠纷、对赌、回购相关纠纷不属于因管理人履职原因导致的投后管理纠纷。因管理人履职导致的投后管理类纠纷在私募股权基金争议中占比较低，相较于募资过程中的纠纷以及投资、退出过程中的纠纷而言，案例相对较少。

投后管理阶段，基金管理人应当积极履行受托义务，促使投资人的资金资产增值。在这一阶段，基金管理人在履行投后管理义务过程中，对投资人负有信义义务，如投后管理存在不当，可能面临被投资人追偿的可能性。所以投后管理阶段的典型案例主要表现为投资人对基金投资之后、退出之前出现的与基金管理人投后管理受托义务履行有关的纠纷。此类纠纷的核心是基金管理人是否适格履行投后管理职责。

第二节 私募股权基金投后管理典型处罚案例

考虑到威科先行数据库显示的行政处罚虽与基金有关，但包括了公募与私募；同时在私募基金中又包含私募证券投资基金管理人、私募股权、创业投资基金管理人、其他私募投资基金管理人、私募资产配置类基金管理人；上市公司涉及私募基金业务违规等内容，本报告筛选了私募股权基金管理人投后管理阶段的行政处罚决定书内容，旨在明确过去年间，私募股权基金管理人因投后管理工作不当而受到行政处罚的情况，以期对私募同行日常工作有所助益。

由于部分私募股权基金管理人因多个违规事项遭受处罚，本报告将处罚的原因归纳为9类，数量从高到低排列如下：未按要求履行信息报送义务、未按照规定履行信息披露义务、未妥善保管资料、挪用基金财产、违规投资运作、未按规定履行职责、将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事投资活动、侵占基金财产、关联关系。以上每种类型的行政处罚内容、适用法律、律师点评和合规建议列示如下：

处罚案例一

XX 基金管理有限公司未按要求履行信息报送义务行政处罚案 (证监会上海监管局行政处罚决定书沪〔2023〕25号)

(一) 处罚内容

对 XX 基金未按要求报送年度财务报告的行为，对 XX 基金责令改正，给予警告，并处一万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十五条第二款、第三十八条。

案件事实：XX 基金未按照《私募办法》要求向基金业协会报送 2019 年年度财务报告、2020 年年度财务报告和 2021 年年度财务报告。

（三）律师点评

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十五条第二款规定：“私募基金管理人应当于每个会计年度结束后的 4 个月内，向基金业协会报送经会计师事务所审计的年度财务报告和所管理私募基金年度投资运作基本情况。”在本案中，XX 基金作为在基金业协会登记备案的私募股权基金管理人，应当按照协会监管的要求及时履行信息披露义务，以保证公司的合规运行，维护投资者利益。

（四）合规建议

私募基金投资信息报送是监管机构掌握私募基金运行情况、保护投资者合法权益的重要基础性工作，中国证监会为落实《私募条例》的相关要求，经总结信息披露和信息报送的实践经验，于 2024 年 7 月 5 日发布了《私募投资基金信息披露和信息报送管理规定（征求意见稿）》，明确私募基金管理人定期、临时和专项报送要求，明确私募基金管理人应当报送年度经营情况和经审计年度财务报告。其中第二十九条规定“私募基金管理人应当按要求持续报送私募基金以下信息：（一）基本情况；（二）基金运作、投资交易情况；（三）基金资产流动性、杠杆及风险情况；（四）中国证监会及其派出机构、基金业协会要求报送的其他事项。”定期报送的内容应当包括私募基金投资者、投资运作（含投资项目）信息的季度定期更新；经会计师事务所审计的管理人年度财务报告；经审计的私募股权投资基金、创业投资基金以及私募资产配置基金（含同类 FOF 基金）的年度财务报告等。根据该规定的要求，私募基金管理人应当建立健全信息报送内控管理机制，明确信息报送负责人及相关人员职责，主动强化信息报送能力建设，确保报送、披露信息及时、真实、准确、完整，符合规定要求，不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

根据《关于加强私募基金信息报送资料管理与优化行业服务的通知》第一条的规定，私募基金管理人应当于登记备案后在 AMBERS 系统持续履行信息报送义务。同时管理人应当就其控股股东、实际控制人、法定代表人/执行事务合伙人（委派代表）变更，以及私募基金到期日变更等重大事项，及时向协会报告，办理变更手续。第五条规定信息

报送异常情形包括“未按时通过 AMBERS 系统提交管理人经审计年度财务报告”“管理人未按时通过 AMBERS 系统履行季度、年度和重大事项更新义务累计达 2 次”“管理人未按要求通过信披备份系统备份私募证券投资基金 2018 年第三季度及以后各期季报和年报、私募股权（含创业）投资基金 2018 年及以后各期半年报和年报等信息披露报告累计达 2 次”“管理人存在逾期未办结信息核查事项”“法律法规和协会自律规则规定的其他情形”。

私募基金管理人应当根据《私募基金信息报送常见问题示例说明》，在信息报送义务履行时，对管理人基本信息填报问题、股东、法定代表人、实际控制人填报问题、关联方、子公司、分支机构等信息填报问题、人员信息填报问题、基金基本信息填报问题、基金投资者信息填报问题、基金投向资产信息报送问题、基金投资项目的信息报送问题进行自查，并开展私募基金管理人内部信息报送合规培训，明确权责制度和考核激励机制。

处罚案例二

XX 基金管理有限公司未按规定履行信息披露义务行政处罚案 (证监会北京监管局〔2019〕5 号)

(一) 处罚内容

一、对 XX 基金管理有限公司责令改正，给予警告，并处以 30,000 元罚款；二、对曹某某给予警告，并处以 30,000 元罚款；三、对胡某某给予警告，并处以 30,000 元罚款；四、对何某某给予警告，并处以 10,000 元罚款。

(二) 行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十四条、第三十八条。

案件事实：XX 基金管理有限公司为登记备案的私募股权基金管理人，XX 基金管理有限公司未向投资者披露其与纳米 1 期、纳米 2 期项目投资对象兴农高科纳米技术股份有限公司的关联关系及明股实债的真实运作信息、收益情况等。

(三) 律师点评

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十四条规定：“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。信息披露规则由基金业协会另行制定。”为保障投资者更好地行使知情权，在信息披露方面，除法律、法规及协会的监管要求外，私募基金管理人通常还受基金合同的约定约束。在本案中，XX 基金管理有限公司未能披露相关关联关系及明股实债的真实运作信息、收益情况等，损害了投资者的知情权，不

利于公平合理的投资决策，亦会对投资者的利益造成影响。

（四）合规建议

私募基金管理人作为信息披露的义务人，在基金合同中通常会约定具体的信息披露义务及投资者知情权等相关条款，同时亦会约定对应的违约责任，因此，若私募基金管理人未能按照基金合同的约定履行信息披露义务，或披露内容存在瑕疵等，除面临监管部门的处罚外，还可能需要承担赔偿责任；同时，私募基金管理人若未能完整披露信息，可能会造成投资者决策失误，导致全体投资者的利益受损。故在具体实践中，私募基金管理人应当勤勉尽职地全面履行信息披露义务，并在日常工作中尽量清晰、明确的记录信息披露的方式。从信息披露义务的履行内容来看，由于《私募投资基金监督管理暂行办法》中存在“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”这一兜底条款，因此《基金合同》中应当尽可能明确其他重大信息在本合同项下的定义，以免因基金管理人、基金托管人与投资者之间对其他重大信息的理解不同造成不必要的争议。从信息披露过程中已经履行勤勉义务的证明问题来看，基金管理人与基金托管人在私募基金投资运作过程中应当妥善保管私募基金财产运作中的各种文件材料，包括但不限于投资前的尽职调查及内部决策过程性文件、投资中的往来函件、投后管理中与风险控制措施相关的材料等能够证明基金管理人、基金托管人积极履职的文件。

处罚案例三

XX 投资管理有限公司未妥善保管资料行政处罚案（证监会上海监管局 2023.12.2）

（一）处罚内容

一、针对 XX 投资管理有限公司未妥善保管私募基金相关资料的行为，对 XX 投资管理有限公司责令改正，给予警告并处三万元罚款；二、对戴某某给予警告并处三万元罚款；三、对龚某给予警告并处三万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十六条、第三十八条。

案件事实：XX 投资管理有限公司所管理的张创汽车新技术产业园定向投资私募基金、张创奥米生物医药产业园定向产业投资私募基金、张创大数据中心专项投资私募基金、投资者适当性管理资料存在大量缺失情况。

（三）律师点评

资料保管的问题是多数管理人面临的普遍问题。《私募投资基金监督管理暂行办法》

第二十六条规定：“私募基金管理人、私募基金托管人及私募基金销售机构应当妥善保存私募基金投资决策、交易和投资者适当性管理等方面的记录及其他相关资料，保存期限自基金清算终止之日起不得少于 10 年。”在相关案件的处理过程中，因为管理人被起诉，根据应诉需要提交相应证据时，最能真切地感受到妥善保管资料的重要性和紧迫性。总体来说，国有背景的管理人的资料归档情况比民营企业来说更加完备一些，但或多或少也存在资料保存不完整、留痕意识不强等问题。尤其是一些民营背景的管理人，因为业务体量小或者薪酬待遇不高，导致人员流动频繁，无固定保管资料的人员。办公现场的资料散乱且缺失严重，甚至在管理人展业过程中的重要文件无签署版本，仅留下未签署的电子版。上述案例中，管理人仅因未妥善保管资料而受到行政处罚，从实质的效果上来看，管理人只要认真整改，从此完善内部的资料归档和保管流程，就没有重大不良影响。但如果在诉讼或者仲裁案件中，若管理人因为未妥善保管材料而败诉甚至背负巨额赔偿，则对管理人的打击或者影响是致命的。

（四）合规建议

管理人应制定档案管理的相应制度，且管理层应充分重视资料的完备性和归档工作，将募投管退各个阶段的资料完整性作为员工季度或者年度考核的内容之一，且定期或者不定期开展内部自查工作，确保资料的真实/完整和齐备。

处罚案例四

XX 投资管理有限公司、邓某、任某某挪用基金财产行政处罚案（证监会浙江监管局〔2022〕8 号）

（一）处罚内容

一、对 XX 投资管理有限公司责令改正，给予警告，并处以 3 万元罚款；二、对邓某、任某某给予警告，并分别处以 3 万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条第四项、第三十八条。

案件事实：经查明，XX 投资管理有限公司存在以下违法事实：

公司存在挪用部分募集资金用于兑付本基金或关联方基金投资者本息的情形。第一，2018 年 5-6 月，公司管理的 XX 3 号基金向投资者募集获得资金 960 万元，后经过多道划转汇集，最终用于兑付“XX 9 号基金”的李某等前期投资者本息。XX 9 号基金为公司控股股东股权控制下的其他私募管理人 XX 投资管理有限公司管理的基金，为关联方基金。第二，2018 年 12 月，XX 3 号基金向投资者孟某募集资金 400 万元，后经过过渡账户转回 XX 3 号基金账户并用于前期投资者本息兑付；2018 年 12 月，公司管理的基金

XX 2 号私募投资基金向投资者募集资金 3,100 万元，其中的 1,700 万元后经过多道划转最终用于 XX 3 号基金的投资者本息兑付。

（三）律师点评

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条规定：“私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务，不得有以下行为：（四）侵占、挪用基金财产；”挪用基金财产是证监系统所作出的行政处罚类型中性质较为恶劣的一种。管理人在募集阶段不允许保底保收益的原则已经逐渐为投资者所熟知。但私募基金行业的发展经历了野蛮生长到规范化运行的不同阶段。早些年，如 2013 年至 2016 年期间，中国经济持续增长，部分操作不规范的管理人，在私下募集阶段，给投资人保底保收益或者通过各种明示和暗示保证本金不受损失，投资者还能获得高昂的回报。管理人的“口头承诺”与投资人心照不宣，投资人也不会细究冗长的基金合同中对应的到底是哪个具体条款，反正大部分投资人在支付投资款之后的不久就能收到管理人定期或者不定期支付的高昂的投资回报，投资人也无意识去关心自己的投资款究竟投向了哪一类标的资产。行情向好的时候，管理人可以同时发行多只产品，因为大部分产品都对投资人作过保底承诺，借新还旧或者挖东墙补西墙再正常不过。后来，房地产行业泡沫破灭，再加上三年疫情的洗礼，经济下行态势明显，管理人无力继续支付高昂的投资回报时，或者说再也无法通过借新还旧的方式填补亏损时，投资人再也没有收到投资回报的时候，此时才恍然大悟，自己的投资款竟然被管理人肆意挪用了。

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十一条规定：“除基金合同另有约定外，私募基金应当由基金托管人托管。基金合同约定私募基金不进行托管的，应当在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。”《私募投资基金管理人内部控制指引》第二十一条规定：“除基金合同另有约定外，私募基金应当由基金托管人托管，私募基金管理人应建立健全私募基金托管人遴选制度，切实保障资金安全。基金合同约定私募基金不进行托管的，私募基金管理人应建立保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。”《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第二十一条规定：“私募股权基金存在下列情形之一的，应当由私募基金托管人托管：（一）私募股权基金的组织形式为契约型，但按照基金合同约定设置能够切实履行安全保管基金财产职责的基金份额持有人大会日常机构等制度措施的除外；（二）通过特殊目的载体开展投资的；（三）法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他情形。私募股权基金通过特殊目的载体开展投资的，托管人应当持续监督私募股权基金与特殊目的载体的资金流向，事前掌握资金划转路径，事后获取并保管资金划转及投资凭证。私募基金管理人应当及时将投资凭证交付托管人。”基金财产为什么会被挪用？基金业协会的自律规则中明确要求基金原则上需要托管，如果不托管，在基金合同中也需设置完备的能够保证基金财产安全的措施。制度看似完备，但对于大部分投资者尤其是自然人投资

者来说，要精准了解这些专业的规定，确实难上加难。例如，在一宗与轰动全国的上海洲实/中铁中基集资诈骗案相关的案件中，该名自然人投资者是一位身价过亿的民营企业老板，因企业经营业绩较好，被上市公司并购，资产体量如此巨大的老板不是专业法律出身，买 1000 万元的私募产品非常随意。该老板通过其好友结识了一位理财师，该理财师推荐其好友购买了 1000 万元的私募股权基金产品，并且在支付完投资款之后很快收到了固定回报，于是该老板与理财师相识后立即找理财师签署了与其好友一样的合同，但其并未关注具体合同内容。从其签署的文件中可以看出，该理财师只是第三方成立的一家所谓代销机构，无任何代销资格，但租用了较为高档的办公场所，代销上海洲实发行的私募股权与投资基金产品，且上海洲实经穿透之后，其最终是中铁中基的子公司，穿透至最终的股东是国务院。中铁中基向投资人签署了保证合同，且有朋友已经获得了固定回报，再加上高大上办公室以及精致理财师的加持，买下 1000 万元私募基金产品已经是再正常不过的事情了。签署文件的过程中，投资人还签了一份同意不托管的承诺函。于是，该只基金产品顺利通过了基金业协会的备案。

在投资人找到律师处理该案件时，已经得知了行业内的部分信息，即部分投资人已经很久没有拿到所谓的投资回报了。基于对整个文件及背景的分析，律师建议投资人至北京中铁中基的办公现场谈判，以上海洲实委托没有任何代销资格的机构代销其产品且存在保底保收益的违法行为作为筹码，要求中铁中基作为实际控制人承担还款责任并签署书面的还款承诺书。在谈判现场，中铁中基现场的工作人员承认自己的违法事实，但要求与投资人进行一次单独的沟通，明确要求投资人所带的律师不能参与。大约半个小时之后，投资人从一个较为私密的会议室出来并面带微笑，说问题解决了，并信心十足地说管理人投资了很多收益很不错的农业项目，也看到了农场作业的录像，且管理人会在最近两天继续支付投资回报。

投资人确实继续收到了两期的固定收益，但自此之后再也未收到任何款项。随着中铁中基高管层被定性为集资诈骗罪之后，这位身价过亿的老板的 1000 万元的投资款再无回本的可能。

纵观整个事件的发展历程，基金财产被挪用的原因有以下几点：第一、基金未托管。未托管的理由也有很多，管理人能够通过各种方式说服投资人同意不托管，如部分银行不接受民营基金的托管申请，则民营基金根本无法在银行完成托管手续；或者管理人设置的保障基金财产安全的措施确实看上去比较完备，投资人并无担忧且能顺利通过基金备案。第二、管理人借新还旧，不得不挪用基金财产。中国的私募行业在野蛮生长时确实存在很多“无良”的管理人，但同时也存在很多专注于私募股权与投资基金业务的管理人，其一开始的初心是希望能将产业投资做大做强，无奈经济下行之后，部分项目的投资不及预期，在面对众多自然人投资者的压力之下铤而走险挪用基金财产的情况也是层出不穷。第三、管理人故意挪用并侵占基金财产。该类情形是“假私募”的正常逻辑，以合法私募的名义从事非法集资或集资诈骗的目的，在此律师不做过多评论。

（四）合规建议

对基金进行托管；若投资人均同意不托管，基金合同中需要设置切实可行的保障基金财产安全的条款。必要时，可以通过设置预留印鉴的方式，最大程度上保障基金账户资金的支付流程完备可控。

处罚案例五

XX 基金管理有限公司违规投资运作行政处罚案（证监会河北监管局 2022.12.15）

（一）处罚内容

对 XX 基金管理有限公司责令改正，给予警告，并处以一万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条第九项、第三十八条。

案件事实：XX 基金管理有限公司于 2014 年 6 月在基金业协会登记成为私募股权基金管理人，XX 基金是 XX 基金管理有限公司 2019 年 12 月备案的私募股权投资产品。在本案中，XX 基金管理有限公司存在“使用私募基金管理人关联方账户收付基金财产”的情况：

XX 基金管理有限公司在 XX 基金的投资运作中，使用公司员工王某某的光大银行账户收取 XX 公司支付的投资收益，并通过王某某的银行账户向投资者支付投资收益。

（三）律师点评

基金一般存在三个账户，即基本户、募集户和托管户。在基金募集阶段，投资人的投资款从其个人账户（或企业账户）支付至基金在银行开立的募集户中，随后募集账户的资金转入托管户，基金对外投资时，资金从托管户支付至标的公司账户。若标的公司有分红或者有相应收益需要支付至基金时，标的公司需向基金的托管户支付资金，进而基金的资产由托管户向募集户支付，并最终原路返还至投资人的个人账户（或企业账户）。这是一般意义上的基金的资金流向。管理人应严格按照此类流程收支基金财产。

但在实践中，部分管理人无视基金业协会的规定，随意利用高管或者员工的个人账户进行操作。律师经历的一个真实案例中，管理人用多位员工个人的账户竟然收了 20 多位多达几个亿的投资款，且收到投资款之后又将资金进行多路径的划付，导致资金流向混乱，最终基金财产被挪用或者侵占。

（四）合规建议

严格按照基金业协会的规定，从严把控募集户、托管户的管理，杜绝利用个人账户对基金财产进行转存或者划付。

处罚案例六

XX 投资管理中心（有限合伙）、李某未按规定履行职责行政处罚案（证监会河南监管局〔2023〕10 号）

（一）处罚内容

一、对 XX 投资管理中心（有限合伙）给予警告，并处以二万元罚款；二、对李某给予警告，并处以一万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条第七项、第三十八条。

案件事实：XX 投资管理中心（有限合伙）担任 XX 基金的基金管理人期间，委派李某代表其履行 XX 基金执行事务合伙人具体职权。李某作为 XX 投资管理中心（有限合伙）委派代表，擅自以 XX 基金名义对外提供担保。XX 投资管理中心（有限合伙）未按照合伙协议约定召集 XX 基金全体合伙人会议审议上述担保事项，未尽管理职责。

（三）律师点评

该案件应该算得上是管理人及其委派的人员未按照规定履行职责较为典型的案例。市场中最常见的私募股权基金的法律形式是有限合伙企业。合伙协议中一般对于管理人的职责均有详细的列示，且未经过全体合伙人一致同意，基金不得对外举债对外担保。李某作为执行事务合伙人的委派代表，擅自以基金名义对外担保，且管理人未按照合伙协议约定召开合伙人会议并取得全体合伙人的一致同意，对投资人的利益可能造成重大损失，确实应该受到处罚。

（四）合规建议

基金合同中应明确管理人的职责，对于涉及投资人的重大事项，管理人应自觉按照基金合同约定的会议召开程序及表决机制提请投资人表决同意，并注意证据留痕。

处罚案例七

XX 投资管理有限公司侵占基金财产案【证监会深圳监管局〔2019〕9 号】

（一）处罚内容

一、对 XX 投资管理有限公司给予警告，并处以 3 万元罚款；二、对王某某、王某

某、刘某给予警告，并分别处以 3 万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条。

案件事实：XX 投资管理有限公司将私募基金产品深圳恒富智选贰号投资企业（有限合伙）、深圳恒富盈叁号投资企业（有限合伙）共计 2250 万元投资款转至向某、戴某个人银行账户。截至 2018 年 12 月 31 日，上述转移款项均未归还。王某某、王某某、刘某系直接负责的主管人员。

（三）律师点评

侵占基金财产与挪用基金财产较为相近，但所谓挪用是挪作他用，通常是管理人借新还旧；而侵占是占为己有，两者性质均较为恶劣。上述案例中，基金财产被划付至个人账户且长期不还，有可能会被个人挥霍掉，最终导致投资人的损失。

（四）合规建议

严格把控基金财产的划付路径，若切实存在将基金财产划付至个人账户的，需经过全体投资人一致同意，且要求收到款项的一方需按照要求将投资款按期如数归还。

处罚案例八

XX 基金管理有限公司将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事投资活动案【证监会广东监管局〔2021〕18 号】

（一）处罚内容

一、对 XX 基金管理有限公司将公司财产、他人财产混同于基金财产从事投资活动的行为，责令 XX 基金管理有限公司改正，给予警告，并处以 3 万元罚款；二、对方某给予警告，并处以 3 万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条第一项、第三十八条。

案件事实：2015 年 7 月，XX 基金管理有限公司开立基本户，用于接收股东的投资款及支付员工薪酬等公司日常经营费用等款项。同时，XX 基金管理有限公司使用该基本户接收 3 只基金投资者的认购款，并划转至其他账户。XX 基金管理有限公司使用同一银行账户从事公司日常经营管理和多只基金的投资活动，存在将公司财产、他人财产混同于基金财产从事投资活动的行为。

（三）律师点评

如前所述，实践中基金的账户分为三类，且与管理人的账户严格区分。合伙型和公司型基金因为均具有法律组织形式，以合伙企业或者公司名义去银行开户较为便利。但对于契约型基金，其表现形式仅为一纸合同，无具体的组织形式，因此需以管理人名义前往银行开设账户，容易造成管理人自有财产与基金财产混同的情况发生。但即便如此，管理人在开设契约型基金账户之后，内部严加区分，是可以规避财产混同的问题的。上述案例中，管理人的基本户不仅用于接收投资款、支付员工工资并接收其他基金的投资款，极度混乱。产生该类问题的根本原因在于管理人合规意识不强，未认识到基金财产的独立性。

（四）合规建议

严格区分各个账户的用途，对财务人员进行培训，确保各个账户的独立使用。

处罚案例九

XX 投资管理中心（有限合伙）利用基金财产为关联企业提供无息借款案【证监会广东监管局行政处罚决定书〔2019〕7号】

（一）处罚内容

一、对 XX 投资管理中心（有限合伙）给予警告，并处以三万元罚款；二、对田某某给予警告，并处以二万元罚款。

（二）行政机关适用法律

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条第三项、第三十八条

案件事实：XX 投资管理中心（有限合伙）管理的 XX 基金于 2016 年 7 月 26 日、2016 年 11 月 28 日合计向广东 XX 水电节能投资管理中心（有限合伙）提供无息借款 2,000 万元；XX 投资管理中心（有限合伙）管理的 XX 基金于 2017 年 10 月 10 日合计向广州 XX 投资管理中心（有限合伙）提供无息借款 2,900 万元。广东 XX 水电、广州 XX 投资均为 XX 投资管理中心（有限合伙）的关联合伙企业。

（三）律师点评

首先，私募股权投资基金原则上不能从事民间借贷活动；其次，管理人将基金财产无息出借给关联方，涉嫌利益输送；最后，即便出借，需要取得全体投资人的一致同意，且保证对投资人的利益无任何不良影响。

（四）合规建议

基金合同中明确约定关联交易的表决方式。对于基金无息向关联方提供借款的原则上应该禁止，但经过全体投资人一致同意的情况下，可以提供不高于基金财产总额一定比例的借款，但需明确风控措施，确保基金财产不受损失。

第三节 私募股权基金投后管理司法裁判典型案例

中国私募股权基金投后阶段涉及的司法裁判大多表现为私募股权基金和被投资企业之间的公司、合同纠纷案件，此类案件是基金管理人履行受托义务的具体表现行为，案件本身往往不涉及对基金管理人履行投后义务的适当性的评价。本报告主要筛选了投后管理阶段因基金管理人履职不当导致被投资人追偿的相关典型案例，以及在投后管理阶段基金管理人怠于履职时投资人代位行使权利的相关案例，旨在通过分析相关案例中对于私募股权基金管理人投后管理工作适当性的分析和认定，分析司法机关对私募股权基金管理人信义义务的界定标准，以期对私募基金管理人规范投后管理工作有所助益。

本报告选取了 6 个典型案例，并就每一案例的案件背景，案件中基金管理人存在的违法违规、违约行为以及律师点评与解析列示如下：

一、管理人未尽审慎管理义务，严重违反管理人职责，法院判令管理人赔偿投资者的全部本息。

典型案例

上海金融法院（2021）沪 74 民终 1626 号案例

（一）案件背景

2016 年 6 月 22 日，程某作为投资者与作为基金管理人的 XX 公司、作为基金托管人的 XX 证券签订了涉案《钜洲智能制造 2018 私募股权投资基金基金合同》。基金合同中载明：“（一）投资范围：本基金募集资金主要投资于由国 XXX 作为执行事务合伙人发起设立的明 XXX 的有限合伙份额。……1、合伙企业目的：合伙企业主要对标的企业卓 XXX 进行股权投资，……。”

2016 年 6 月 23 日，程某向 XX 公司支付了基金认购款 1,000,000 元，认购费 10,000 元。2016 年 7 月，XX 公司向程某出具确认函，确认程某申购基金份额资金为 100 万元。2016 年 7 月 15 日，涉案私募基金在协会进行备案。

（二）违法违规、违约行为

1. XX 公司作为基金管理人在涉案基金投资运行阶段未尽到审慎管理义务：

XX 公司作为基金管理人将所募资金投入明 XXX 时,未谨慎核查明 XXX 的普通合伙人是否为国 XXX 与汇 XXX,仅以国 XXX 提供的《合伙协议》为依据向明 XXX 注资给关联方,明确约定了募集资金所在会议中介绍了其工作人员参与案涉示情况与《合伙协议》约定不一致时,XX 公司作为基金管理人对此未作充分调查,仍将基金募集款项划款至合伙企业,存在严重过错。

《证券投资基金法》第八十八条规定,除基金合同另有约定外,非公开募集基金应由基金托管人托管。《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十一条规定,除基金合同另有约定外,私募基金应当由基金托管人托管。基金合同约定私募基金不进行托管的,应当在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。涉案基金合同未就私募基金的托管作出另行约定,应当按照法律的规定将所募资金交由第三方托管。XX 公司虽提供 XX 证券托管户流水清单作为证据,但其并未将涉案基金转入托管账户,而是将资金转入明 XXX 的合伙企业账户,使得周某挪用、侵占涉案基金有机可乘。

2. XX 公司在基金投资、管理阶段均存在严重违反管理人职责的违约行为:

在基金管理阶段,对于明 XXX 是否将基金款项用于受让上市公司卓 XXX 股权,首先,从资金流水审核方面,XX 公司作为管理人仅仅审查了转账流水,该份转账流水交易摘要仅仅显示为“XXXXXXXXXXXXXXXXX0897”,交易金额 231,000,000 元,与其所持有的《股权转让和投资协议》(复印件)中约定的股权转让价格 3.5 亿元不相符,并且,涉案基金的募集资金为 230,006,400 元,而根据转账流水交易显示打入 XX 实业账户的交易金额为 2.31 亿元,打入代持企业的交易金额比募集资金还要多,XX 公司对此亦未在形式上进行完备的审核,XX 公司对明 XXX 是否将基金款项用于受让上市公司卓 XXX 股权未尽审慎审核义务,未能履行主动管理的职责。

从合伙企业管理方面,《合伙企业法》第二十七条就不执行合伙事务的合伙人对合伙企业经营状况和财务状况的查阅权、监督权进行了规定。本案中管理人作为非执行事务合伙人具体审查的对象应包括国 XXX 提供的历年《报告》的材料来源以及明 XXX 的财务报告、资金流水的真实性、准确性、合法性,切实履行《合伙企业法》赋予非执行事务合伙人的查阅权、监督权,而非在管理报告中简单、被动地直接引用并作为向投资者介绍基金运行情况的依据。

从合伙企业股东名单形式审查方面,在基金成立后的两年内,直至基金管理人延期一年的期间,卓 XXX 作为上市公司,其公示的股东名单中并不包括明 XXX,XX 公司在有条件向卓 XXX 核实的情况下,却轻信国 XXX 告知的上市公司股权代持及合同锁定收益的说辞,且对股权代持的法律风险未作披露和核实,未尽审慎审核义务。XX 公司在督促国 XXX 进行资金回款的过程中,其称国 XXX 向 XX 公司提交了一份明 XXX 账户余额为 34,001,857.15 元的截图,该份截图未显示交易时间、未记载银行名称,XX 公司在清算期督促回款的过程中亦不应予以轻信。

对于股权代持部分，基金合同约定由涉案基金直接获取股权。股权代持与直接持股风险明显不同，XX 公司作为涉案基金管理人未对股权代持这一事件进行披露。在基金存续期间，XX 公司未对基金募投项目标的公司卓 XXXX 的合作伙伴做尽职调查，也未对被投项目作任何合理的投后跟踪管理，未依法真实、准确、及时、充分地披露募投项目标的的信息及投资信息。

（三）点评与解析

该案件是比较典型的嵌套投资情形下，母基金所投单一投资标的的下层基金未对投资款的实际用途进行跟踪与核查，未切实履行作为下层基金合伙人的知情权，未对被投资企业进行合理投后跟踪管理的案件，法院结合案涉管理人在募集、投资阶段均存在的严重过错，判令基金管理人赔偿投资者的全部投资款和利息。

这个案件对单一投资标的的基金的投后管理有较大警示意义。对于投向单一投资标的的基金的母基金，其投后管理人不能仅局限于单一投资标的的基金自身，应穿透到投资标的的本身，对于单一投资标的的基金是否按照基金合同约定向被投资企业进行投资，应进行实质的细致核查。尤其值得关注的是，在该案例中，法院认为母基金在合伙型基金中担任非执行事务合伙人的情况下，应积极行使知情权，主动查阅子基金的财务资料，核实子基金提供的信息披露报告中数据的真实性及准确性，而非直接引用、轻信子基金提供的报告。在实务中，往往是风险已经初现端倪的时候才行使查阅财务资料的知情权，无法及时发现隐患，建议母基金在投后管理过程中，加强对知情权的重视和行使，在要求子基金提供财务数据时，应尽可能要求提供经审计后的财务报表。

二、管理人在投资管理过程中未体现专业独立性，而由实控人实际管理运作基金，因未尽忠诚勤勉义务造成投资者损失的，管理人及其实控人因违反监管规则和信义义务，应当承担连带赔偿责任。

典型案例

上海金融法院（2021）沪 74 民终 375 号案

（一）案件背景

2016 年 6 月，甲资管公司成立“XX 私募股权投资基金”并任管理人，由某证券公司任托管人。《私募基金合同》载明，该基金“具有高收益、高风险的风险收益特征”，并约定基金募集资金主要投资于某合伙企业（有限合伙），再通过该合伙企业对某上市公司进行股权投资。当月，周某某签署《风险揭示书》后，与甲资管公司、某证券公司签订《私募基金合同》，并支付基金认购款 300 万元。甲资管公司的实控人乙集团公司向周某某出具《资金到账确认函》，载明系周某某是通过乙集团公司推介，自愿认购该

基金，并承诺乙集团公司会配合相关单位做好该产品后续服务工作。

后甲资管公司与案外公司共同签署《合伙协议》，成立D有限合伙企业，其中G资管公司、H投资公司为双GP，甲资管公司为有限合伙人，由G资管公司任执行事务合伙人并委派Z为代表，执行合伙事务。但D有限合伙企业的工商公示信息显示，H投资公司始终未登记为合伙人。甲资管公司于2017年12月才登记为有限合伙人。

2019年10月28日，甲资管公司发布《临时信息披露公告》称：G资管公司及其实际控制人、法定代表人Z，恶意挪用基金资产并已失联，甲资管公司已向公安机关报案。次日，案涉私募基金召开投资人电话会议，乙集团公司经理在会议中介绍了其工作人员参与案涉基金管理的有关情况，并承诺全力推进后续刑事追偿进程。

周某某追索投资无果，向一审法院起诉请求：赔偿投资款、认购费及资金占用损失；乙集团公司就甲资管公司的上述义务承担连带赔偿责任。

（二）违法违规、违约行为

甲资管公司未独立履行管理人职责，乙集团实际参与基金管理

本案中，甲资管公司作为直销机构，在销售涉案私募基金的募集、投后管理过程中存在诸多违规情形，如未按照《私募投资基金募集行为管理办法》（2016年）的相关规定推介，投后管理流于形式，未做基本的公开核查等等，根据相关违法违规行为，甲资管公司应当对周某某的损失承担责任。本案重要的争议焦点是，乙集团公司作为甲资管公司的控股股东、实际控制人，是否应当对甲资管公司的赔偿责任承担连带责任。

根据本案查明的事实，本案中，乙集团曾向周某某出具《资金到账确认函》，载明周某某系通过乙集团推介，自愿认购系争投资基金，同时乙集团指定其全资子公司丙公司收取销售服务费用。从基金投资、管理阶段来看，乙集团在与投资者沟通的过程中，承认乙集团作为集团公司，实质参与涉案私募基金的投资、管理，并积极与包括周某某在内的投资人的协调沟通。周某某提供的电话录音等证据也显示在投后管理过程中，乙集团直接参与了与投资人、被投资企业的交涉。综合这些信息，足以判断乙集团显然知悉并且参与了相关管理事务，其与甲投资公司系共同违反了相关法定和约定义务，应当承担连带赔偿责任。

（三）点评与解析

本案判决在说理部分指出，甲投资公司和乙集团在本案中未提供证据证明，甲投资公司在涉案基金运作过程中专业、独立、尽责地履行了管理人义务。同时，涉案基金财产被案外人侵占转移，与甲投资公司、乙集团未切实履行管理人义务有相当因果关系，所以甲投资公司应当承担赔偿责任，乙集团应当承担连带责任。这里涉及投后管理的举证责任分配问题。基金管理人对于投资人的受托义务当然包括忠实义务和勤勉尽责的义

务。如基金管理人违反忠实义务，未能按照合规的程序披露并处理涉及利益冲突、关联交易事项，显然，基金管理人应当负有举证证明相关交易实质上未损害投资人利益的责任。在不涉及违反忠实义务的情形下，就基金管理人是否勤勉尽责地履行管理职责，法院很可能基于专业知识的差异以及投资人与基金管理人之间存在的信息不对等而要求基金管理人举证证明，如举证不能，可能要承担不利后果。这对基金管理人履行投后管理提出了较高要求。

本案是《公司法（2023 修订）》之前发生的案件。《公司法（2023 修订）》明确了公司董事、监事、高级管理人员的勤勉义务，将勤勉义务明确定义为“执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意”的注意义务。本案中基金管理人及其控股股东在投后管理中的重大事项中严重失职，即使相关董事、高管并未直接经手相关事项，也不排除因未尽勤勉义务而承担责任的可能性。在这一方面，私募基金管理人基于受到特定监管，应当有别于一般的公司。私募基金管理人的从业人员在从业背景、专业知识等方面都有特定的要求，部分私募基金产品还会在基金合同中通过设置关键人士条款锁定关键人士，所以私募基金管理人的董事、高管应当负有更高的注意义务。可以预见，随着《公司法（2023 修订）》的实施，除控股股东、实际控制人在投后管理阶段因为实质参与投后管理而可能承担责任外，未来也可能出现私募基金管理人的董事、监事、高级管理人员因为投后管理的失职而承担责任的案件。

三、基金管理人未尽勤勉尽责的管理义务，法院判令基金管理人赔偿投资者的全部本息。

典型案例

上海市浦东新区人民法院（2021）沪 0115 民初 97875 号案件

（一）案件背景

2018 年 3 月 6 日，顾某某（作为基金投资者）与被告 XX 公司（作为基金管理人）、XX 银行（作为基金托管人和行政服务商）签订了《基金合同》，《基金合同》中约定投资范围为：本基金定向用于受让 XX 发展有限公司拥有的 XX 大厦的物业收益权。2018 年 2 月 8 日，案涉基金在基金业协会进行备案，备案编码为 SCH636。

2018 年 3 月 7 日，顾某某向基金募集账户缴付基金认购款 100 万元。2018 年 3 月 9 日，XX 公司向顾某某出具《XX 物业收益私募基金认购确认书》。

XX 公司就受让 XX 大厦的物业收益与融资人签订了《物业收益权转让协议》，其中，“标的物业的管理和回购”条款载明：“在标的收益权被转让期间，甲方（XX 公司）委托乙方（融资人）代为收取相关物业收益，相关收费账户由甲方监管”；并与融资人签订了《物业收益权回购协议》，其中，“回购条件”条款载明：“如发生下列任一条件时，

甲方要求乙方回购标的的收益权：（1）自《收益权转让协议》签订满壹年后，甲方可以随时要求乙方行使回购义务；（2）在标的收益转让期，乙方未经甲方同意将标的的收益权转让给第三方；……”；为确保融资人履行回购义务，与赖某某签订了《物业收益权回购质押担保合同》及《物业收益权回购保证担保合同》。与恒 XX 公司签订了《物业收益权回购保证担保合同》。

融资人于 2018 年 6 月 22 日、2018 年 11 月 1 日分配两次收益后，未再支付任何收益，陷入违约状态。但 XX 公司直至 2022 年方向上海市浦东新区人民法院提起诉讼，2022 年 1 月 7 日取得上海市浦东新区人民法院《受理通知书》，案号为（2022）沪 0115 民初 6124 号。

（二）违法违规、违约行为

第一，作为基金发行人，未对案涉基金产品的投资进行审慎审核及风险管控。

主要表现在：在案涉基金发行前，融资人已经存在不履行生效法律文书、被列为失信被执行人的情况，存在资金及信用风险，在此情况下，被告 XX 公司仍发行案涉基金为其融资，有违基金发行人应履行的审慎审核及风险管控之基本职责。

第二，在投资、管理阶段，未尽到基金管理人勤勉尽责的管理义务。

主要表现在：1. 根据被告 XX 公司与融资人签订的《物业收益权转让协议》：“在标的收益权被转让期间，甲方（XX 公司）委托乙方（融资人）代为收取相关物业收益，相关收益账户由甲方监管”之规定，被告 XX 公司可以对相关收益账户采取监管措施，以确保受让的收益权的实现，但被告 XX 公司未提供证明其对相关收益账户采取了监管措施；2. 根据 XX 股份于 2018 年 7 月 3 日发布的公告，融资人将案涉基金受让的标的物业收益权再次转让给案外人 XX 供应链管理（诸暨）有限公司，XX 公司作为基金管理人，应密切关注所投资标的的动态，不得仅依靠融资人的披露，且该标的的再次转让已由 XX 股份进行了公告，为公开信息，被告 XX 公司以融资人未向其披露为由称其不知情，而未采取任何措施有违《基金合同》约定的诚实信用、勤勉尽责的义务。

第三、退出阶段，未积极要求融资人履行回购义务，亦未行使担保权，以谋求基金的退出，未尽到基金管理人勤勉尽责的管理义务。

主要表现在：1. 融资人未经被告 XX 公司同意，于 2018 年 7 月 3 日将案涉基金所投的物业收益权再次转让给案外人 XX 供应链管理（诸暨）有限公司，且自 2018 年 10 月 31 日后未支付过收益，已符合《物业收益权回购协议》约定的 XX 公司要求融资人回购的条件，但被告 XX 公司未及时要求融资人进行回购；2. 赖某某与被告 XX 公司签订了《物业收益权回购质押担保合同》《物业收益权回购保证担保合同》，为融资人回购义务提供担保；恒 XX 公司与被告 XX 公司签订了《物业收益权回购保证担保合同》，为融资人回购义务提供担保，上述担保合同中明确约定了被告行使担保权的条件和措施，但 XX

公司虽就标的物业收益权的回购签署了一系列协议，但自融资人 2018 年违约起长达三年多的时间里严重怠于行使合同权利，严重损害了基金投资人的利益，有违《基金合同》约定的诚实信用、勤勉尽责的义务。

第四、清算阶段，未及时履行基金清算义务。

在基金存续期满，未获展期，且基金托管人 XX 银行于 2021 年 2 月 2 日向其发送《提示函》要求其尽快成立清算小组并完成产品兑付工作的情况下，截至本案庭审时被告 XX 公司仍未成立清算组对基金进行清算，未履行其作为基金管理人的基本职责。

（三）点评与解析

本案中，基金管理人未履行约定的账户监管措施，未密切关注所投资标的动态，严重怠于主张回购权利和担保权利，且在投资、清算阶段均未尽到基金管理人勤勉尽责的管理义务，法院判令基金管理人赔偿投资者的全部本息。

该案件典型之处在于，管理人在投后管理过程中怠于行使权利，是其违背诚实信用、勤勉尽责原则的最突出表现之一。在本案中，在 2018 年已有明确迹象表明回购情形触发的情况下，管理人直至 2022 年才向法院提起诉讼，且未能提供其积极行使回购权及担保权的证据。该等行为被法院认定为“严重怠于行使合同权利，严重损害了基金投资人的利益，有违《基金合同》约定的诚实信用、勤勉尽责的义务”。因此，在进行投后管理过程中，建议各管理人对投资协议中的各项条款建立定期核查清单，及时判断是否触发投资协议中约定的各项投资人特殊权利，一旦触发，应及时响应，第一时间采取相应措施，并妥善保管各类资料。通过发函督促、会谈协商等方式无法解决问题时，应尽快向投资人进行说明，并采取司法手段。

四、管理人怠于履职，损害投资人利益，法院认可出资人作为有限合伙人直接以自身名义对相对方提起诉讼。

典型案例

河北省高级人民法院（2015）冀民二初字第 19 号案件、最高人民法院（2016）最高法民辖终 94 号案件

（一）案件背景

2013 年 5 月 21 日，XX 基金（甲方）、XX 投资（乙方）、XX 公司（丙方）签订《入伙协议》，主要约定：“……第一条、甲方同意接纳乙方、丙方加入融 XX 投资，成为合伙企业的有限合伙人……第三条、乙方、丙方签署本协议即视为乙方、丙方同意《合伙协议》有关约定，并接受《合伙协议》的约束。第四条、乙方承诺向合伙企业认缴出资 2 亿元”。

同日，XX 基金、XX 投资、XX 公司签订《合伙协议》，主要约定：“……有限合伙的名称为融 XX 投资……认缴出资的有限合伙人预期年化收益率为 3%……每个有限合伙人的出资，投资期限届满自投资款及收益到达合伙企业账户至向全体合伙人分配完毕期间，按照同期银行活期存款利率计算利息，税后归该有限合伙人所有，会同当期投资收益一起分配给该有限合伙人”。

2013 年 5 月 24 日，XX 投资向融 XX 投资转账 2 亿元。融 XX 投资认可依据《入伙协议》、《合伙协议》，对 XX 投资的欠款为：本金 2 亿元、截止到 2015 年 5 月 20 日的投资收益 10688888.9 元及 2015 年 5 月 21 日起，按照年 13% 利率计至实际支付之日止的投资收益。

（二）违法违规、违约行为

XX 公司曾多次沟通 XX 基金，请 XX 基金起诉 XX 置业收回贷款，但因融 XX 投资、XX 基金均系融投担保的下属关联企业，XX 基金明确向信达公司表示，因融投担保不予批准，其不能启动相应收贷诉讼，且拒绝提供任何关于与融投置业对话沟通的渠道。融 XX 投资、XX 基金认可融 XX 投资没有其他财产归还对 XX 投资的欠款，对外债权只有融投置业在 27 号委贷合同项下的欠款 2.5 亿元及利息、复利、罚息，融投置业归还了部分利息。XX 置业在该合同到期后，未归还贷款本金 2.5 亿元及相应利息。27 号委贷合同的签订时间为 2013 年 6 月 7 日，到期日为 2015 年 6 月 7 日。融 XX 投资、XX 基金怠于向 XX 置业主张 27 号委贷合同项下欠款，已对 XX 投资的合法利益造成侵害。XX 投资因此以自己的名义提起诉讼，双方对该诉讼的管辖权提出异议。

（三）点评与解析

本案为有限合伙企业中，有限合伙人提起派生诉讼的典型案例。在本案中，被告 XX 置业对管辖权提出异议的理由为“XX 公司与 XX 置业之间并无直接债权债务关系，与 XX 置业之间产生直接借款关系的是融 XX 投资。XX 公司作为有限合伙人之一，代融 XX 投资提起诉讼，其主体身份应当按照融 XX 投资对待”。但最高人民法院在（2016）最高法民辖终 94 号民事裁定书认可有限合伙人以自己的名义提起派生诉讼，认为：根据《合伙企业法》第六十八条第二款第（七）项的规定，有限合伙人有权在执行事务合伙人怠于行使权利时，督促其行使权利或者为了本企业的利益以自己的名义提起诉讼。XX 公司在融 XX 投资和 XX 基金未能及时主张债权并依法收回贷款的情况下，以自己名义提起本案诉讼符合法律规定。XX 置业认为 XX 公司的主体身份应当按照融 XX 投资对待的理由不能成立。

实务中，合伙型私募基金的出资人作为有限合伙人能够行使的权利往往较为有限。若管理人怠于履职，基金容易陷入僵局，损害出资人利益。因此，在母基金投后管理过

程中，应重视和加强对《合伙企业法》第六十八条的运用，一旦管理人发生怠于履职行为，母基金作为有限合伙人可直接以自身名义对相对方提起诉讼，积极采取法律手段维护自身权益。

五、管理人怠于履行投后管理职责，有限合伙人可以有权代位向标的公司行使股东知情权。

典型案例

上海二中院披露典型案例

（一）案件背景

某生物科技公司共有 3 名股东，分别为甲合伙企业（有限合伙）、乙合伙企业（有限合伙）和丙公司。其中，甲合伙企业共 6 名合伙人，张某星是唯一的普通合伙人，也是甲合伙企业的执行事务合伙人。甲合伙企业的全部财产均投资于生物科技公司。乙合伙企业执行事务合伙人为张某伟。丙公司股东为张某星、张某伟。张某星、张某伟为父子，二人还分别担任生物科技公司法定代表人、执行董事兼总经理和监事。生物科技公司、甲合伙企业均由该父子二人经营管理。

全某是甲合伙企业有限合伙人，他认为，生物科技公司是甲合伙企业唯一的投资项目，根据甲合伙企业合伙协议约定，执行事务合伙人应当定期向其他合伙人报告事务执行情况以及合伙企业经营和财务状况。但张某星作为执行事务合伙人，从未向其他有限合伙人披露企业经营和财务状况，也未以甲合伙企业名义向生物科技公司行使股东知情权并报告查阅结果，属于怠于行使权利。现生物科技公司已亏损并停业，故全某以自己的名义将生物科技公司诉至法院，要求代甲合伙企业查阅和复制甲合伙企业持股期间生物科技公司的股东会会议记录、财务会计报告，并查阅生物科技公司会计账簿、会计凭证。

一审法院观点：全某有权代位行使股东知情权。

《合伙企业法》第六十八条第二款第七项赋予有限合伙人在一定条件下以自己名义起诉的权利。本案中，甲合伙企业实际是单一持股平台和权益集散中心，其设立目的即为投资生物科技公司，全某要了解甲合伙企业经营和财务状况，必然要了解生物科技公司的经营和财务状况。张某星作为甲合伙企业执行事务合伙人，也是生物科技公司实际控制人，且生物科技公司其他股东均为张某星、张某伟父子控制的企业，故甲合伙企业与生物科技公司存在人格混同之嫌。鉴于张某星从未向其他有限合伙人披露过甲合伙企业及生物科技公司的具体情况，且在全某提起诉讼后，其仅向全某披露部分摘抄数据，一审法院认定执行事务合伙人张某星怠于履行合伙协议约定的报告义务。又因甲合伙企业自停业后至今未进行清算，为保障甲合伙企业的投资利益，一审法院认为全某有权以

自己名义向生物科技公司行使股东知情权。

二审法院观点：全某提起本案诉讼符合《合伙企业法》规定

上海二中院的主要观点为：首先，全某可提起的派生诉讼应包括股东知情权诉讼。其次，张某星构成怠于行使权利。最后，全某提起本案诉讼是为了甲合伙企业的利益。

（二）违法违规、违约行为

很多基金的组织形式均为有限合伙企业。本案所涉有限合伙企业虽然并非私募投资基金，但对私募投资基金有限合伙人在基金管理人怠于履行管理职责的情形下主张权利提供了非常好的解决路径。

上海二中院在二审判决中明确论述张某星构成怠于行使权利，其主要论述逻辑为：执行事务合伙人的权限与职责来源于全体合伙人的委托授权。执行事务合伙人对于合伙事务的执行具有一定自主权，但在其他合伙人为了合伙企业利益，就具体事务执行提出的请求合理且必要时，其作为受托人应当本着诚实信用原则，按照请求与指示处理合伙事务，否则应视为怠于行使权利、履行职责。甲合伙企业合伙事务均围绕生物科技公司展开，全某要求张某星报告对生物科技公司行使知情权情况的请求应属正当合理。张某星从未按合伙协议约定报告事务执行情况和经营财务状况，甚至未报告生物科技公司已停止经营这一重大事项，全某为维护合伙企业投资利益需要，请求张某星对生物科技公司行使知情权并告知相关情况以便确认合伙企业的股东利益是否受损，具有必要性和紧迫性。全某多次请求张某星报告甲合伙企业事务执行情况以及甲合伙企业、生物科技公司的经营及财务状况，张某星虽予以回应，但并未及时、完整地报告包括生物科技公司基本经营和财务状况在内的情况，应认定其未完成对其已实际行使权利这一主张的举证，由此应认定其构成怠于行使权利。

（三）点评与解析

首先，本案为有限合伙制私募股权基金有限合伙人行使知情权提供了很好的指引，尤其是单一标的的有限合伙制私募股权基金。私募股权基金在运行过程中，很多管理人往往仅对有限合伙人做非常有限的披露，如果有限合伙人的知情权不能及于标的公司，其权益往往难于得到保障。允许有限合伙人代位行使知情权有利于保护投资人权益、增加私募股权基金运作的透明度。

其次，本案仅涉及代位行使知情权。在执行事务合伙人怠于代位行使知情权的情形下，认定其行为构成“怠于行使权利”，那么，对于私募基金的管理人而言，如果怠于行使知情权，是否可能进一步构成受托义务的违反进而对投资人承担赔偿责任？如果仅仅是怠于行使知情权，可能不至于有如此严重后果，但如果基金合同中明确设置了相应管理义务，且在有限合伙人已示警的情形下仍未及时行使知情权，导致基金/投资人产

生损失，则基金管理人可能因此承担赔偿责任。

六、基金管理人在运作基金过程中未能落实风控措施，导致投资者出现重大损失，应当承担赔偿责任。

典型案例

(2023)京74民终804号案，XX资产公司等与肖某某合同纠纷

(一) 案件背景

2017年4月10日至5月12日“XX1号契约型私募投资基金”募集期间，肖某某作为基金投资者参与认购。肖某某支付300万元认购基金份额。

2017年9月至2018年7月XX资产公司多次向肖某某分配基金收益。

2018年8月：XX资产公司因金融借款合同纠纷起诉XX集团等相关方，涉及基金投资款项。

2019年3月5日浙江省温州市中级人民法院作出判决，涉及XX资产公司与XX集团等的委托贷款纠纷。

肖某某得知因融资方本身早已严重违约且无偿还能力，XX资产公司已无法继续履行分配收益的义务，更无偿还本金的可能，遂诉至法院，主张在基金成立前后，XX资产公司误导其投资行为；在基金运作过程中，没有向投资人披露融资方的负债情况以及项目资产负债及业绩情况等，其作为基金管理人，没有履行合同约定的诚实信用和勤勉谨慎义务，对肖某某的损失应当承担赔偿责任。肖某某提交了基金推介材料和尽职调查报告，基金合同及推介材料中存在“风险可控”以及固定收益的表述，尽职调查报告写明按季度分配收益，载明了各项风控措施，包括股权质押登记、应收账款质押登记等。

(二) 违法违规、违约行为

基金合同及推介材料中存在“风险可控”以及固定收益的表述，《尽职调查报告A》载明了各项风控措施，故投资者有理由对案涉基金的收益持有较高预期。在上述文件足以使投资人产生低风险预期的前提下，XX资产公司在运作基金过程中未能落实风控措施，包括未能落实股权质押登记、应收账款质押登记、实际办理抵押的不动产抵押物与计划不符且价值偏低等情形，XX资产公司所述各项理由均不足以合理解释其未尽到勤勉谨慎义务的事实，该种违约行为使得基金的资金损失风险增高，有悖于投资者合理预期。

上述风控措施未落实到位属于“可能影响基金份额持有人合法权益的重大信息”，XX资产公司未予披露，亦构成信息披露违约。同时，由于未能落实风控措施，在XX集团未按期偿还贷款后，XX资产公司至今未能从XX集团及其保证人、抵押人、质押人追

回贷款，给基金的投资人造成实际损失。

（三）点评与解析

投资与投后管理往往存在衔接问题。本案属于私募投资基金在投资过程中存在瑕疵，并延伸至投后管理环节，亦未得到纠正，最终使得基金出现损失，进而管理人须承担赔偿责任。

随着私募投资基金领域的不断发展，很多基金在投资过程中，往往为投资后的很多事项作出非常详尽的规定，这些规定如果不能做出特别明确的控制安排，很可能在条件触发时未及时提出，进而导致私募基金可能未及时行使某些合同项下有利于基金的条款。特定情形下，如导致私募基金由此产生严重损失，则基金管理人可能因此承担损失。

近期，法答网精选问答中，关于“对赌协议”中股权回购权性质及其行权期限问题，最高人民法院民一庭杜军法官在回答中表示：“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。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。”显然，如果投后管理中未及时提出回购请求，或未及时就是否回购进行决策，将可能导致基金失去最为确定的回购路径，如项目最终失败，基金管理人很可能因此承担赔偿责任。

第四节 私募股权基金管理人投后管理责任仲裁视角解析

不同于诉讼案件会对裁判文书进行公开，仲裁案件因其保密性，较难通过公开渠道获得具体的裁判文书。2022年5月，协会公布了7例基金仲裁典型案例。同时，北京仲裁委员会发布了《私募基金纠纷案件裁判指引（2021版）》，供外界了解私募基金募投管退各环节的主要争议以及仲裁员在进行仲裁时的关注要点。根据北京仲裁委员会发布的《私募基金纠纷案件裁判指引（2021版）》及协会公布的典型案例，在投后管理环节，

争议主要聚焦于以下方面：信息披露、利益输送和利益冲突问题、基金合同延期和基金到期后管理人职责、清算与投资人损失、如何判断管理人的清算分配顺序是否合理、管理人怠于清算行为与投资人损失是否具有因果关系、基金赎回需要满足什么条件，如何判断管理人为投资人办理赎回时是否尽职、在管理人存在重大过错并导致基金损失的情况下，是否只有经基金清算后才能确定投资人的损失等。上述裁判指引中，与赎回有关的案件集中体现在私募证券投资基金投后管理领域，本报告不就此展开分析。



图 6-5 投后管理责任仲裁争议焦点

一、信息披露问题

根据《基金法》《私募管理办法》《私募信息披露办法》等规范性文件的规定，私募基金管理人负有基金投资的信息披露义务，该等义务是管理人在基金合同关系中的核心义务。投资人作为基金份额持有人，依法享有监督基金管理人履行投资管理义务的权利，享有充分的基金投资情况的知情权。关于信息披露义务本身，结合相关监管规定以及《基金合同》约定，易于界定。在涉及通过 SPV 投资的情形下，通常也认为基金管理人应当穿透披露基金投资于 SPV 公司，并且进而投资于标的公司相应项目的信息，即其财务信息、经营信息等。

关于未适当履行信息披露义务的后果，北京仲裁委员会在其发布的《私募基金纠纷案件裁判指引（2021 版）》中认为，如果基金是封闭式基金，投资期间不能赎回，或者

所投资资产是不能在公开交易所变现的非标准化产品，例如非上市公司股权、特定资产或其收益权，即使披露了相关信息，也不能避免或减少投资人的损失，通常可以认定管理人未披露信息与投资人损失之间不具有因果关系，不宜认定管理人就此承担责任。

按照上述标准，结合私募股权基金的特点，私募股权基金管理人仅因为未适格履行信息披露义务而对投资人损失承担责任的可能性较小。但需要提示的是，即使不需要就此承担赔偿责任，私募股权基金违反信息披露义务仍可能受到行政处罚。同时，如基于《基金合同》中的特定安排，重要信息未及时披露对投资人决策产生影响的，信息披露义务的违反和投资人损失之间也可能具有因果关系。

二、利益输送和利益冲突问题

《私募投资基金监督管理条例》第十二条、第二十八条、第三十条，《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条，《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第九条、第十一条，《登记备案新规》第三条、第十三条均明确要求，私募基金管理人、私募基金托管人和私募基金服务机构从事私募基金业务活动，应当遵循投资者利益优先原则，恪尽职责，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务，防范利益输送和利益冲突。防范利益输送和利益冲突是私募基金管理人“诚实信用、谨慎勤勉”义务的重要构成之一。

北京仲裁委员会在其发布的《私募基金纠纷案件裁判指引（2021版）》中认为，在存在利益冲突的情况下，投资人证明管理人违反忠实义务与投资人损失之间因果关系的标准较低：只要投资人证明管理人存在利益冲突，且基金到期不能兑付，若管理人不能举证证明其管理行为具有必要性、合理性和公允性，仲裁庭即可支持要求管理人承担损害赔偿责任的请求。在基金到期不能兑付的情况下，如果发生账户混同、资金池，因管理人负有高度排除基金亏损的证明责任，若管理人不能证明基金的实际亏损和盈利情况，仲裁庭可认定投资人损失已经确定。

北京仲裁委员会审理关注的要点主要如下：

1. 基金是否有确定的投资标的？底层资产与管理人之间是否存在关联关系？例如，是否存在私募基金财产直接或者间接投资于管理人、控股股东、实控人及其实控的企业或项目等自融行为。
2. 基金或者基金再投向的另一个基金是否能够对应相应的底层资产？
3. 是否存在发行新的基金再投向原来的基金或者置换原来的基金的情况？
4. 关联交易的程序是否合法，是否具有商业实质，对价是否公允以及目的是否正当，是否存在向关联方输送利益等情况？
5. 是否使用管理人或管理人关联方的名义、账户代私募基金代收代付基金财产？
6. 是否违规收取咨询费、手续费等费用。

现行规则并不禁止私募基金开展关联交易，但管理人需建立对应的关联交易管理制度，基金合同中应明确关联交易的识别认定、交易决策、对价确定、信息披露和回避等机制，募集环节的风险揭示书中应对关联交易进行特殊风险揭示。因此，建议管理人在进行投后管理时，密切关注基金开展的关联交易，核实该等关联交易的开展是否符合基金合同的约定，以免管理人进行利益输送损害投资人利益。

三、基金合同延期和基金到期后管理人职责

《登记备案新规》明确规定，私募基金应当约定明确的存续期。私募股权基金约定的存续期除另有规定外，不得少于 5 年。鼓励私募基金管理人设立存续期不少于 7 年的私募股权基金。实务中，私募股权基金的存续期一般设置为 5 至 7 年。但股权投资周期较长，基金到期后，无法从已投项目中完全退出的问题较为突出。尤其是政府引导基金，因其产业招引属性，及多允许循环投资的特点，到期后无法退出的问题迫在眉睫。此等情况下，延长基金存续期限是大多数基金的首选。

北京仲裁委员会在其发布的《私募基金纠纷案件裁判指引（2021 版）》中认为，基金合同延期的权利主体应依基金合同约定确定。若基金合同约定管理人有权延长基金合同期限，投资人对管理人延长基金合同期限提出异议的，管理人应证明其延长基金合同期限的合理性。若基金合同约定由基金份额持有人大会行使延长基金合同期限的权利，同时又约定管理人有权延长基金合同期限的，仲裁庭宜从保护投资人角度，结合当事人的真意解释基金合同。

基金到期后，除从事与清算相关的业务外，私募基金不得再开展其他投资活动。管理人应采取合理方式及时变现、清算和分配基金财产。仲裁庭衡量前述“合理”和“及时”时，注意参考所投资标的的性质、状态综合判断，同时可以根据基金合同中的退出安排，追溯至基金到期前的一定时间内，考察管理人是否在基金到期前的合理时间内，对投资标的退出进行了有效管理和退出准备。对于出现风险的项目，管理人的追索方式包括催收、诉讼、保全、债务重组和破产甚至继续投资等多种方式，仲裁庭可以根据风险的性质、资产的形式、交易对手的偿付能力和流动性等具体情况综合判断管理人的应对措施是否及时、有效和合理，不宜仅仅以未提起诉讼或仲裁而认定管理人失职。实践中，在很多情况下，诉讼或仲裁并非最佳的风险处置手段，但管理人对此应该承担举证责任。

北京仲裁委员会审理关注的要点主要如下：

1. 基金到期后的投资收益、变现、追索、分配、清算情况？

2. 如果基金合同需要延期，延期的原因是什么？管理人是否与其他基金合同主体签署了补充协议，或根据基金合同约定召开基金份额持有人大会决议。

3. 如基金合同未获得延期，管理人就已经到期的基金采取了哪些必要的措施？如未采取必要措施，是否给基金造成了损失？

4. 应由管理人解释基金到期后，对投资标的所采取的措施是否及时、有效、合理？如未采取诉讼手段进行催收，决策理由是什么？

案例

基金管理人未及时执行项目退出机制导致基金迟延清算下的违约责任—投资人周某与 XX 基金管理公司、XX 银行的私募基金合同纠纷案

（一）案件情况

2016 年 10 月，投资人周某（本案申请人）与 XX 基金管理公司（本案第一被申请人）、XX 银行（本案第二被申请人）签订《基金合同》，由周某申购一号基金份额，并支付基金认购款 120 万元。合同约定，基金存续期为自成立之日起 15 个月，满 12 个月基金管理人可选择提前结束，满 15 个月投资人可申请赎回；基金投资标的为目标公司的增资股权，每股股权投资价格为 4 元；基金以股权投资的方式取得目标公司的部分股权。资金闲置时可投向银行存款或者银行发行的期限在 90 天以内的短期理财产品，以提高资金使用效率；基金的投资收益主要来源于投资标的公司的预期收益，及基金存续期 12 个月后至存续期结束前目标公司预期进“全国中小企业股份转让系统”挂牌上市的股权溢价交易的收益。

XX 基金管理公司与目标公司及案外人于 2016 年 12 月签订《增资扩股协议》，XX 基金管理公司管理的一号基金向目标公司进行投资，投资期限自 2016 年 12 月起至 2017 年 12 月止；XX 基金管理公司将以增资的方式向目标公司进行投资，出资额为 960 万元（每股 4 元，共计 240 万股）；前述协议中以条款的形式对 XX 基金管理公司的投资收益及风险控制进行了约定，包括：……3. 2017 年 12 月前，若目标公司不能在“全国中小企业股份转让系统”挂牌上市或在本协议约定的投资期限内 XX 基金管理公司未能通过“全国中小企业股份转让系统”等资本市场股权交易使本次的投资资金本金顺利退出，XX 基金管理公司可优先要求案外人按照投资额的溢价价款向 XX 基金管理公司购回所持有的股权，保证 XX 基金管理公司顺利退出及投资资金不受损失。如不能到期回购，XX 基金管理公司可以要求清算并享有清算优先收益权。

根据合同约定，案涉基金应于 2018 年 3 月 5 日到期。但基金到期后，XX 基金管理公司一直未按约进行清算，亦未依照勤勉尽责的原则适时对最终投资项目提出权利主张等举措以维护投资人的利益。故周某于 2020 年向上海金融仲裁院提出仲裁申请，请求仲裁庭裁决 XX 基金管理公司向其返还投资本金、利息及仲裁费，托管人 XX 银行承担连带责任。

根据《基金合同》约定，案涉基金存续期限为 15 个月，于 2018 年 3 月已届满。XX

基金管理公司仅在答辩中口头提出已通知托管人 XX 银行及投资人基金延期，但并未提供任何证据材料证明其已送达有关基金延期的书面决定或其已按《基金合同》约定的方式适当通知托管人 XX 银行及投资人该等延期事项，故 XX 基金管理公司所称的基金延期这一事实仲裁庭难予认可；另外，本案中 XX 基金管理公司亦未提供证据材料证明，其在基金存续期届满后进行过财产清算或与托管人 XX 银行就清算小组成立或推进清算方面进行过任何协商，XX 基金管理公司既无合理延期通知又无任何清算启动的运营行为明显有违《基金合同》所约定的勤勉谨慎义务。

对于未清算的原因，XX 基金管理公司称其已在向被投资企业进行催讨并与基金投资人讨论起诉事宜。《增资扩股协议》明确约定了 XX 基金管理公司的退出机制以及案外人的回购条款和连带责任担保条款。然而，仲裁庭注意到，XX 基金管理公司没有提供任何证据证明，在基金存续期限内或存续期届满后的合理期间内，其依约向目标公司及时主张过执行退出机制或主张过由案外人进行回购或承担连带担保责任，XX 基金管理公司在明知《基金合同》项下存续期限到期日以及基金到期后自身将要承担基金投资人赎回款偿付义务的情况下，仍未能合理主张投资权益以事先确保基金财产的流动性，基金期限届满后亦未积极主张投资项目中的违约救济，其作为基金管理人在投资项目中的不作为明显有违《基金合同》所约定的基金管理人最为根本的管理义务。

综上，结合 XX 基金管理公司在信息披露和风险揭示义务上亦存在违约情形，仲裁庭认为 XX 基金管理公司应当向周某承担违约赔偿责任。

（二）仲裁庭意见

根据《基金合同》约定，案涉基金存续期限为 15 个月，于 2018 年 3 月已届满。XX 基金管理公司仅在答辩中口头提出已通知托管人 XX 银行及投资人基金延期，但并未提供任何证据材料证明其已送达有关基金延期的书面决定或其已按《基金合同》约定的方式适当通知托管人 XX 银行及投资人该等延期事项，故 XX 基金管理公司所称的基金延期这一事实仲裁庭难予认可；另外，本案中 XX 基金管理公司亦未提供证据材料证明，其在基金存续期届满后进行过财产清算或与托管人 XX 银行就清算小组成立或推进清算方面进行过任何协商，XX 基金管理公司既无合理延期通知又无任何清算启动的运营行为明显有违《基金合同》所约定的勤勉谨慎义务。

对于未清算的原因，XX 基金管理公司称其已在向被投资企业进行催讨并与基金投资人讨论起诉事宜。《增资扩股协议》明确约定了 XX 基金管理公司的退出机制以及案外人的回购条款和连带责任担保条款。然而，仲裁庭注意到，XX 基金管理公司没有提供任何证据证明，在基金存续期限内或存续期届满后的合理期间内，其依约向目标公司及时主张过执行退出机制或主张过由案外人进行回购或承担连带担保责任，XX 基金管理公司在明知《基金合同》项下存续期限到期日以及基金到期后自身将要承担基金投资人赎回款偿

付义务的情况下，仍未能合理主张投资权益以事先确保基金财产的流动性，基金期限届满后亦未积极主张投资项目中的违约救济，其作为基金管理人在投资项目中的不作为明显有违《基金合同》所约定的基金管理人最为根本的管理义务。

综上，结合 XX 基金管理公司在信息披露和风险揭示义务上亦存在违约情形，仲裁庭认为 XX 基金管理公司应当向周某承担违约赔偿责任。

（三）点评与解析

私募基金管理人的核心义务即为“信义义务”，在《证券投资基金法》第九条中规定，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。中国证监会颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》第四条也有同样的规定。为进一步明确，《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条，均以列举的方式规定了基金管理人及其从业人员不得从事的行为。在 2020 年底证监会发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第九条进一步扩充了不得从事行为的类型，这其中第十二款规定“玩忽职守，不按照监管规定或者合同约定履行职责”即属于禁止之列。一般在私募基金的《基金合同》或类似性质的基础性文件中，也会做同样或类似约定。由此可以看出，无论法律法规或者基金合同，均赋予了基金管理人恪尽职守及诚实勤勉的积极义务，基金管理人应当按照合同约定，穷尽可能维护和保障投资人利益。

但在实践中部分私募基金管理人在所投项目出现问题后，简单将其归咎为市场风险，以已经向投资人做了风险披露为借口，听之任之，不去积极行动起来维护基金及投资人权利，甚至出现一走了之的甩手跑路行为。不仅如此，有些基金管理人还有意怠于清算，在投资人未同意延期的情况下，也不启动清算，其目的是希望维持基金仍然“正常运行”的虚假状态，以封闭基金不能提前退出为由让投资人无法主张退出，又以基金尚未清算无法确定收回金额为由让投资人也无法主张损失，严重损害投资人权益。

本案例裁判逻辑和裁判结果具有很好的示范作用。判例表明，私募基金管理人承担的信义义务是一项要求较高的积极义务，“不作为”本身就是违反了其所承担的积极义务。在本案中，当私募基金所投资的标的企业出现问题后，在《增资扩股协议》明确约定了 XX 基金管理公司的退出机制以及案外人的回购条款和连带担保条款的情况下，XX 基金管理公司没有证明其依约向目标公司及时主张过执行退出机制或主张过由案外人进行回购或承担连带担保责任。这种情况看起来不好理解，为什么私募基金管理人不去主张自己权利？实践中此种情况多数是因为在底层资产出问题的情况下，主张权利是需要付出相应成本，如律师费、诉讼仲裁费用等，这时候往往基金账上没有剩余资金，投资人也不愿意再额外承担成本，基金管理人自己也不愿意花费成本，所以基金管理人就往往把主张权利停留在口头上，简单催促一下或者发个催告函了事，不去真正有效地

积极履行其义务，导致本可以有机会挽回的损失无法挽回，本身就是对其合同义务的严重违反。本案基金管理人不仅不去积极主张权利，也未按照《基金合同》延期，而实际上在这种情况下，延期往往需要持有人大会同意，除非基金管理人履职良好，否则持有人大会也往往对基金管理人失去信心，不愿意延期。但在未按合同延期的情况下，就应当清算，而本案显示，XX 基金管理人又无任何清算启动的运营行为，这又构成了怠于清算的违约行为。仲裁庭据此进行了裁判，宣示了“不作为”构成违约，应当承担违约责任。

这一案例警示私募基金管理人，应当恪尽职守及诚信勤勉履行职责，“职责”本身就赋予了管理人积极义务，“不作为”本身就构成前述《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第九条第十二款规定“玩忽职守，不按照监管规定或者合同约定履行职责”，也违反基金合同构成违约，应当承担相应的法律责任。

■ 北京基金小镇研究院

北京基金小镇研究院成立于 2021 年，在中国证监会投资者保护局、中国证监会北京监管局、中国证券投资基金业协会的指导下，由北京基金小镇发起设立，联合中央财经大学、中国政法大学等高校，知名律师事务所、会计师事务所等专业服务机构及头部投资机构，共同开展金融领域的相关研究。

北京基金小镇研究院围绕金融形势和政策、金融市场和机构、金融体系和风险等方面，以政策研究、财富管理、金融风险防范及化解，以及各垂直领域的行业研究为重点研究方向，致力于构筑集高水平科学研究、高层次人才培养为一体的创新型智库。

目前，北京基金小镇研究院已发布成果包括《中国量化投资》《中国私募基金治理最佳实践》《中国私募股权（创投）基金退出研究报告》《因子 365》《私募基金行业刑事合规提示手册》《合伙制私募股权基金应税所得分配方法研究》《基金税务实用手册》《私募基金投资者保护手册》《私募基金与政府引导基金合作实务指引》《2022 年私募基金合规参考》等。

■ 上海股权托管交易中心

上海股交中心于 2012 年 2 月 15 日开业，是经上海市人民政府批准、中国证监会备案的区域性股权市场，是为非公开发行证券的发行、转让提供场所和设施的证券交易场所。上海股交中心自开业以来，致力于服务初创期和成长期的中小微企业，为非上市的中小企业提供改制挂牌、非公开发行、股票登记托管、股票转让、价值挖掘、宣传营销等一站式金融服务；对挂牌、展示企业的规范运作、信息披露及股票转让各方行为进行自律性监管。上海私募股权和创业投资份额转让平台，为各类所有制基金提供份额（含份额组合）转让、基金份额+股权转让、股权（含股权组合）转让以及份额质押登记等服务。认股权综合服务试点平台为市场主体提供包括（但不限于）认股权发行、登记托管、确权、结算、转让、行权、估值及企业画像、委托管理等一系列综合服务。

自 2021 年获批开展私募股权和创业投资份额转让业务以来，上海股交中心围绕份额转让核心功能，致力于构建涵盖私募基金“募、投、管、退”全生命周期的服务生态体系，尤其在投后管理领域，通过创新服务模式、整合产业资源，为基金及被投企业提供精准资源对接、运营赋能、风险控制等多元化服务。

1、赋能风险控制

上海股交中心凭借其严格的信息披露机制与先进的风险控制手段，将风险防控模式从传统的“事后处置”转变为“事前预防与事中干预”的管理模式，系统性优化了市场稳健运行生态，有效增强了投资主体信任度，为市场健康、可持续发展奠定了坚实基础。

2、赋能增值服务

上海股交中心立足国际金融中心战略定位，通过构建“专家智库-产融项目-多元资金-创新产品-惠企政策-科创人才”六维资源矩阵，打造全要素聚合的资本市场服务生态。截至 2024 年 12 月 31 日，上海股交中心累计服务各类中小微企业超 12,000 家，累计实现股权融资超 2,000 亿元，实现债权融资超 1,100 亿元。

3、赋能退出策略

上海股交中心通过构建多层次、全周期的综合服务体系，依托私募股权和创业投资份额转让平台，并充分发挥辅导企业规范上市的功能作用，着力破解私募基金退出瓶颈，畅通企业资本化发展路径。

截至 2024 年 12 月 31 日，上海私募股权和创业投资份额转让平台累计成交总份数 225.55 亿份，成交总金额 249.23 亿元。上海股交中心累计为沪深港交易所输送上市公司 24 家，为新三板输送挂牌企业 111 家，被沪深北港交易所上市公司收购 42 家。

■ 金牛研究院

金牛研究院是中国证券报直属的研究机构，秉持“专业、客观、公正、引领”的理念，依托中国证券报深厚行业积淀，通过“金牛奖”系列评选、专业评级体系及深度行业研究，打造资本市场权威的评价（奖）平台、价值发现平台，持续为监管部门、金融机构及上市公司提供决策支持与发展参考。同时，凭借扎实的研究实力与严谨的学术态度，金牛研究院构建了包含政府部门、行业协会、金融机构及实体企业的立体化服务网络——金牛生态圈，多维度服务、赋能于资本市场多层次参与主体，促进中国资本市场高质量发展。

“金牛奖”是中国证券报鼎力打造的品牌，是业内最具权威性和影响力的顶级评价标杆之一，被誉为资本市场的“奥斯卡”，目前包括中国基金业金牛奖、私募金牛奖、上市公司金牛奖、科创金牛奖、银行业金牛奖、保险业金牛奖、证券业金牛奖、股权投资金牛奖、信托业金牛奖、ESG金牛奖、基金投顾金牛奖、海外基金金牛奖等12大项金牛奖评选，已成为业界投资风向标。

■ 毕马威中国

毕马威是国际“四大”会计师事务所之一。毕马威于1945年开始在香港提供专业服务，其后于1983年在国内设立首家办事处，并于1992年成为首家获准在内地合资开展专业服务的会计师事务所。毕马威中国目前已在北京、沈阳、天津、济南、青岛、郑州、西安、合肥、南京、成都、重庆、武汉、苏州、上海、杭州、宁波、长沙、福州、厦门、广州、深圳、海口、香港特别行政区和澳门特别行政区等三十一个城市设有办事机构。毕马威在中国提供包括审计及鉴证、税务和咨询等多元化专业服务。

在私募股权基金领域，毕马威拥有数百名中国市场私募股权基金的专业人员，为企业提供制定基金架构、交易牵头、尽职调查、合同磋商、基金财务估值、流程优化、再融资及投资退出等各阶段交易建议及税务咨询。不论是享誉全球的大型跨国公司，或是初入市场的新兴企业，毕马威专业团队以毕马威中国的三十一家办事机构作为后盾，与全球各地私募基金团队紧密合作，竭诚为企业指路引航，成为企业私募股权基金业务的全程合作伙伴。

■ 北京大成律师事务所

北京大成律师事务所成立于 1992 年，是中国成立最早、规模最大的合伙制律师事务所之一。经过三十余年的发展，大成已经成为在中国境内拥有超过 50 家办公室，服务范围覆盖国内全部省、自治区和直辖市，以及与世界范围内 80 余个国家及地区设有 160 多个办公室的全球最大律师事务所之一 Dentons 拥有优先合作关系的专业化、规模化、国际化、数字化、一体化、生态化、平台化、品牌化的大型综合性律师事务所。

凭借先进的管理体制、科学的制度体系和专业化的作业模式，大成在法律行业媒体和机构的各类评级评奖中，上榜率和排名不断提高，专业与行业认可度均位居前列。2021 年至今，大成有 48 个执业领域、320 人次荣登钱伯斯(Chambers Guides)榜单，26 个执业领域/地区、487 人次荣登《法律 500 强》(The Legal 500) 榜单，同时还在《亚洲法律杂志》(Asian Legal Business)、《商法》(China Business Law Journal)、LEGALBAND、《国际金融法律评论》(IFLR1000)、《亚洲法律概况》(asialaw Profiles)、Benchmark Litigation、《中国法律商务》(China Law and Practice)、Who's Who Legal 等行业评级机构发布的事务所类和专业领域榜单及律师个人评选中获得过众多奖项,体现了行业、客户对大成专业能力、服务水平与质量标准的高度认可。

编者团队：李寿双律师（北京大成律师事务所 管理合伙人）、张颖律师（北京大成（成都）律师事务所 高级合伙人）、谭正华律师（北京大成律师事务所 高级合伙人）、陈轶琛律师（北京大成（宁波）律师事务所 合伙人）、陶婷律师（北京大成（西安）律师事务所 合伙人）、刘昊律师（北京大成（西城区）律师事务所 顾问）、王映兰律师（北京大成（西安）律师事务所 律师）、杨娜律师（北京大成（成都）律师事务所 律师）。

■ 北京市道可特律师事务所

北京市道可特律师事务所成立于 2003 年，是国内较早以公司化为管理特点的专业化规模品牌所，以公司制创新、行业化市场、跨界式发展为核心竞争力，致力于打造中国新一代顶级品牌律所。

道可特定位于高端法务、事前法务、战略法务，坚持法律服务模块化与服务领域行业化相结合，践行研发型律所理念，细分行业，深耕专业，形成了矩阵式立体化的业务格局。历经二十余年发展，如今的道可特在全球主要商业中心城市已拥有 10 家办公室（北京、上海、深圳、天津、济南、太原、海口、武汉、成都、香港），超 800 位执业律师及专业人员，并在 14 个业务领域、12 个行业领域的基础上形成了以高端商事争议解决、金融资本业务、知识产权、行政与政府法律顾问、房地产与建设工程、国际业务为代表的亮点业务，已初步建立国内和国际多区域、多矩阵的布局的国内和国际全面覆盖的服务网络。

道可特重视社会责任和学术贡献，是中国经济 50 人论坛、中国金融四十人论坛两大高端智库来自法律界的理事单位，是中国保险资产管理业协会、中国国际商会、中国对外工程承包商会、中国银行间市场交易商协会、中国城市运营联盟、北京创投联盟等组织的会员、理事或监事单位，并且长期在中央党校市场经济研究会、中信改革发展研究基金会、联办财经研究院等研究型机构担任职务或参与工作。道可特合伙人主要来自国内外一流法学院校，绝大部分拥有政府机关、司法系统、央企、上市公司工作经历。他们始终处于国内外市场最前沿，拥有为国内外客户提供专项法律服务的丰富经验。我们实行团队化作业，形成有规模、有层次、有分工、有衔接的立体化战略布局。

道可特秉持“极致专业 极致服务”理念，在客户和业界赢得良好声誉，先后获得“全国优秀律师事务所”“北京市优秀律师事务所”“朝阳区优秀律师事务所”“全国律师协会特别贡献奖”等荣誉称号，亦多次获得国际知名机构颁评的荣誉，包括 ALB 亚洲十大精品律所、ALB 年度律所先驱者大奖、ALB 年度中国 十五佳成长律所、Legal 500 亚太地区领先律所榜单、《商法》杂志年度卓越律所大奖等，并多次荣登 Chambers、LEGALBAND、IFLR1000、Asialaw、Benchmark Litigation 等榜单。



北京基金小镇研究院