

金融法律热点问题

《私募证券投资基金运作指引》(征求意见稿)要点简评

2023年4月28日,中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)发布通知,就《私募证券投资基金运作指引》(征求意见稿)(“《运作指引》”)公开征求意见。《运作指引》在《私募投资基金登记备案办法》及其配套指引和其他现行私募证券投资基金有关法律法规的基础上重点规范私募证券投资基金募集、投资、运作管理等环节并明确若干底线要求,以此完善私募证券投资基金的运作规则体系。我们对《运作指引》的重点条文进行简要总结和提示如下:

一、募集要求

《运作指引》	对比法规
第五条【募集及存续门槛】私募证券投资基金的初始实缴募集资金规模不低于1000万元人民币。 <u>基金合同中应当明确约定,除市场波动导致净值变化外,连续60个交易日出现基金资产净值低于1000万元人民币的,该私募证券投资基金进入清算流程。</u> 私募基金托管人应当督促私募基金管理人履行相关信息披露义务,按约定办理基金清算事宜。	《公开募集证券投资基金运作管理办法》 第四十一条第一款 按照本办法第十二条第一款成立的开放式基金,基金合同生效后,连续二十个工作日出现基金份额持有人数量不满二百人或者基金资产净值低于五千万元情形的,基金管理人应当在定期报告中予以披露; <u>连续六十个工作日出现前述情形的,基金管理人应当向中国证监会报告并提出解决方案,如转换运作方式、与其他基金合并或者终止基金合同等,并召开基金份额持有人大会进行表决。</u>

要点解读：

《运作指引》第五条对私募证券投资基金的存续门槛作出强制性要求，连续 60 个交易日出现基金资产净值低于 1000 万元人民币且非因市场波动导致净值变化的私募证券投资基金将直接进入清算流程。针对公募基金已有类似规定。《公开募集证券投资基金运作管理办法》要求连续六十个工作日出现基金资产净值低于一定规模的，基金管理人应当向中国证券监督管理委员会(“证监会”)报告并提出解决方案，如转换运作方式、与其他基金合并或者终止基金合同等，并召开基金份额持有人大会进行表决，但未要求基金直接进入清算流程。我们理解，《运作指引》的该条规定初衷在于借鉴公募基金相关的规定，但相比公募基金的多种选择方案，私募基金只能终止清算，稍欠灵活。考虑私募证券基金多为契约型形式，基金管理人、基金托管人和基金投资者三方基于意思表示一致订立基金合同，基金合同当事人之间对于基金存续所做的自主约定应得到尊重。建议正式出台的《运作指引》考虑给予基金管理人和基金份额持有人更多灵活处理基金存续问题的空间。

《运作指引》	对比法规
第六条【特殊投向适当性匹配要求】私募证券投资基金的风险等级应当与风险收益特征相匹配。 私募证券投资基金主要投向流动性较低资产、衍生品、境外资产的，投资者风险评级不得低于基金风险等级。	《证券期货投资者适当性管理办法》 第十九条 经营机构告知投资者不适合购买相关产品或者接受相关服务后，投资者主动要求购买风险等级高于其风险承受能力的产品或者接受相关服务的，经营机构在确认其不属于风险承受能力最低类别的投资者后，应当就产品或者服务风险高于其承受能力进行特别的书面风险警示，投资者仍坚持购买的，可以向其销售相关产品或者提供相关服务。

要点解读：

《运作指引》第六条明确要求主要投向流动性较低资产、衍生品、境外资产的私募证券投资基金的投资者风险评级不得低于该基金的风险等级。这也意味着，风险等级为 C4 的投资者将无法投资于风险等级为 R5 且主要投向流动性较低资产、衍生品、境外资产的私募证券投资基金。对于主要投向境外资产的 QDLP 基金而言，该条规定限制了 QDLP 基金的投资者范围，可能对 QDLP 基金募集资金的效率产生直接影响。

值得注意的是，《运作指引》第六条与证监会先前出台的《证券期货投资者适当性管理办法》并不一致。《证券期货投资者适当性管理办法》第十九条规定，如投资者主动要求购买风险等级高于其风险承受能力的产品或者接受相关服务，且经营机构就产品或者服务风险高于投资者承受能力进行特别的书面风险警示后投资者仍坚持购买的，可以向其销售相关产品或者提供相关服务。由此可见，根据证监会的有关规定，风险评级较低的投资者仍有机会购买风险等级较高的私募证券投资基金。《运作指引》是否可以做出更为严格的规定有待商榷。

《运作指引》
第七条【规范申赎管理】根据私募证券投资基金投资标的的流动性、投资策略、投资者需求等因素，私募基金管理人可以设立存续期间可办理基金份额申购、赎回的开放式私募证券投资基金和存续期间不

得办理基金份额申购、赎回的封闭式私募证券投资基金。

开放式私募证券投资基金应当明确投资者的申购、赎回的程序、时间、次数及限制事项。开放式私募证券投资基金至多每月开放一次基金份额的申购、赎回。

仅面向下列投资者募集的基金可不受前款规定的开放申购、赎回频率限制：

(一)社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；

(二)受国务院金融监督管理机构监管的金融机构，及其发行的资产管理产品；

(三)在协会备案的私募基金；

(四)中国证监会、协会规定的其他投资者。

私募证券投资基金可以设置临时开放日，并在基金合同中明确约定临时开放日的触发条件仅限于因法律法规、监管政策调整、重大情势变更、合同变更或解除等情形，不得利用临时开放日的安排办理申购。私募基金管理人应当在临时开放日前 2 个交易日通知全体投资者。

第八条【锁定期安排】私募基金管理人应当建立健全产品流动性风险管理制度。基金合同应当根据产品类型、投资策略和风险特征等因素约定不少于 6 个月的份额锁定安排，仅面向本指引第七条第三款投资者募集的基金除外。

私募基金管理人及其员工自有资金参与私募证券投资基金跟投的份额锁定安排不得少于 12 个月。

要点解读：

《运作指引》首次对开放式私募证券投资基金开放申购及赎回的频率和私募证券基金的锁定期提出了明确规定，即开放式私募证券投资基金至多每月开放一次基金份额的申购、赎回；私募证券基金应根据产品类型、投资策略和风险特征等因素在基金合同中约定不少于 6 个月的份额锁定安排。但仅面向以下专业投资者募集的基金可以豁免前述开放申赎频率和最低锁定期限的限制：1)社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；2)受国务院金融监督管理机构监管的金融机构，及其发行的资产管理产品；3)在基金业协会备案的私募基金；4)证监会、基金业协会规定的其他投资者。

此外，《运作指引》第七条亦首次将私募证券投资基金设置临时开放日的触发条件明确限制在因法律法规、监管政策调整、重大情势变更、合同变更或解除等情形。目前实践中，基金合同可以约定基金管理人有权在其认为基于基金运作需要或为基金或基金份额持有人的利益需要增设临时开放日时，自行决定增设临时开放日。《运作指引》第七条限制了基金管理人增设临时开放日的灵活性。

二、投资要求

《运作指引》	关联法规
第十二条【组合投资】私募证券投资基金应当采用资产组合的方式进行投资。 <u>单只私募证券投资基金投资于同一资产的资金，不得超过该基金净资产的 25%；同一私募基金管理人管理的全部私募证券投资基金</u>	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》 第十五条 <u>一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的 25%。</u> 除以收购公司为目的设立的资产管理计划、专门投资于未上市企业

<p>投资于同一资产的资金，不得超过该资产的25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、公开募集基金等中国证监会、协会认可的投资品种除外。</p> <p>符合下列条件之一的，不受前款规定的投资比例限制：</p> <p>(一)参与战略配售、上市公司非公开发行股票等特定项目投资，并在基金合同中明确约定拟投标的名称、投资比例的封闭式私募证券投资基金；</p> <p>(二)在基金合同中明确约定将 90%以上基金资产投资于符合本条第一款组合投资要求的单只基金的私募证券投资基金；</p> <p>(三)中国证监会、协会规定的其他情形。</p> <p>第十五条【上市公司股票投资要求】同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人的自有资金、管理的所有私募证券投资基金、担任投资顾问管理的资产管理产品合计持有单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的30%，中国证监会、协会另有规定的除外。</p>	<p>股权的资产管理计划外，同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券等中国证监会认可的投资品种除外。</p> <p>全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于1000万元的封闭式集合资产管理计划，以及完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划等中国证监会认可的其他集合资产管理计划，不受前款规定的投资比例限制。</p> <p>同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划及公开募集证券投资基金(以下简称公募基金)合计持有单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的30%。完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划、公募基金，以及中国证监会认定的其他投资组合可不受前述比例限制。</p>
--	---

要点解读：

《运作指引》第十二条明确了私募证券投资基金的组合投资要求，此前证监会出台的《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》已有类似规定。在投资集中度方面，《运作指引》要求单只私募证券投资基金投资于同一资产的资金，不得超过该基金净资产的25%，且同一私募基金管理人管理的全部私募证券投资基金投资于同一资产的资金，不得超过该资产的25%，但投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、公开募集基金等证监会、基金业协会认可的投资品种的除外。值得注意的是，本条将在基金合同中明确约定将90%以上基金资产投资于单只基金的私募证券投资基金作为例外情况，可以解读为采用主联基金结构的QDLP基金应不受前述组合投资比例限制。

《运作指引》	关联法规
第十三条【禁止多层嵌套】私募证券投资基金架构应当清晰、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。	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》 第十五条第二款 全部投资者均为符合中国证监会

<p>私募证券投资基金投资于其他私募证券投资基金或者金融机构发行的资产管理产品的，应当明确约定所投资的私募证券投资基金或者资产管理产品不再投资除公募基金以外的其他私募证券投资基金或者资产管理产品。</p> <p><u>由符合本指引第十二条第二款第二项条件的产品所投私募证券投资基金再投资一层其他私募证券投资基金的，不受前款限制，但所涉各层基金不得均由同一私募基金管理人及其关联方管理。</u></p> <p>第十八条【境外投资要求】私募证券投资基金投资境外资产的，应当遵守跨境投资相关法律法规及业务规则。</p>	<p>规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于 1000 万元的封闭式集合资产管理计划，以及完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划等中国证监会认可的其他集合资产管理计划，不受前款规定的投资比例限制。</p>
---	---

要点解读：

根据《运作指引》第十三条的例外规定，在基金合同中明确约定将 90% 以上基金资产投资于单只基金的私募证券投资基金再投资一层其他私募证券投资基金的，不属于该条禁止的多层嵌套，但前提是所涉各层基金不得均由同一私募基金管理人及其关联方管理。鉴于境内 QDLP 基金所投资的为境外资产，在遵守跨境投资相关法律法规及业务规则的前提下，我们理解境内 QDLP 基金所投资的境外母基金和相关境外架构应不受境内多层嵌套的监管限制。

《运作指引》	关联法规
<p><u>第十七条【衍生品交易】私募证券投资基金开展衍生品交易的，应当以风险管理、资产配置为目标，以中国证监会认可的衍生品经营机构为交易对手方，并符合下列要求：</u></p> <p>(一)参与衍生品交易期间基金净资产不低于 5000 万元人民币，但市场波动导致净值变化的除外；</p> <p>(二)向单一交易对手方缴纳的保证金不得超过基金净资产的 20%；</p> <p>(三)参与衍生品交易的名义本金合计不得超过基金净资产的 200%，基金合同中明确约定参与衍生品交易所缴纳的保证金不</p>	<p>《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》</p> <p>第四条第二款 资产管理产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。固定收益类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于 80%，权益类产品投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于 80%，<u>商品及金融衍生品类产品投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%</u>，混合类产品投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准。……</p> <p>第二十条 资产管理产品应当设定负债比例(总资产/净资产)上限，同类产品适用统一的负债比例上限。每只开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%，<u>每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产</u></p>

<p>超过基金净资产 50%的除外；</p> <p>(四)不得将衍生品交易异化为股票、债券等场内标的的杠杆融资工具，不得为基金销售机构向自然人投资者销售特定结构的衍生品提供通道服务，不得为不符合专业交易者标准的投资者提供衍生品交易通道服务。</p>	<p>品净资产的 200%。计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。</p>
--	--

要点解读：

《运作指引》第十七条首次提出私募证券投资基金开展衍生品交易应当以证监会认可的衍生品经营机构为交易对手方，并且应当同时符合以下要求。第一，参与衍生品交易期间基金净资产不得低于 5000 万元人民币。第二，向单一交易对手方缴纳的保证金不得超过基金净资产的 20%。鉴于《运作指引》已经明确限定私募基金衍生品交易对手方必须是证监会认可的衍生品经营机构，因此私募基金之间开展衍生品交易的可能性已经被排除。并且，单一对手方 20%的限制可能导致私募基金在向其他流动性较强的交易对手方配置其剩下的风险敞口时受到更大的选择限制。第三，《运作指引》明确了私募基金应当以风险管理、资产配置为目标开展衍生品交易，不得将衍生品交易异化为股票、债券等场内标的的杠杆融资工具，不得为不适格投资者提供通道服务，提出了集中度、杠杆等要求。

三、运作管理要求

《运作指引》	关联法规
<p>第四条【禁止通道业务】私募基金管理人应当对投资者资金来源的合规性进行审查，不得由投资者或其指定第三方下达投资指令或者自行负责投资运作，不得为金融机构、其他私募基金管理人，金融机构资产管理产品以及其他私募基金提供规避投资范围、杠杆约束、投资者门槛等监管要求的通道服务。</p>	<p>《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法的规定》</p> <p>第四十七条 证券期货经营机构应当切实履行主动管理职责，不得有下列行为：</p> <p>(一)为其他机构、个人或者资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务；</p> <p>(二)由委托人或其指定第三方自行负责尽职调查或者投资运作；</p> <p>(三)由委托人或其指定第三方下达投资指令或者提供具体投资标的等实质性投资建议；</p> <p>(四)根据委托人或其指定第三方的意见行使资产管理计划所持证券的权利；</p> <p>(五)法律、行政法规和中国证监会禁止的其他行为。</p>

要点解读：

《运作指引》第四条再次重申禁止私募基金管

理人开展通道业务，禁止由投资者或指定第三方下达投资指令或者自行负责投资运作。

《运作指引》

第十九条【私募量化基金】开展量化交易的私募证券投资基金，应当满足下列要求：

(一)私募基金管理人具有完备的保障交易系统安全、数据安全的风控机制和应急管理制度，建立内部决策、管理、执行和监督机制，确保网络和信息安全管理能力、风险控制能力、软硬件及人员保障与交易策略、业务规模、业务复杂程度等相匹配；

(二)私募基金管理人建立健全交易策略的研发、测试、验证、上线等业务流程的内部管理机制；

(三)私募基金管理人建立并有效执行防范自成交、反向交易、持股比例超限等异常交易风险的内部管理制度；

(四)私募基金管理人保存历史交易记录、策略源代码、算法或策略的文字说明及其他相关资料，保存期限不少于 20 年；

(五)私募基金名称中包含“量化”字样，基金合同、募集说明书等材料中体现具体的投资策略；

(六)中国证监会、协会规定的其他要求。

要点解读：

《运作指引》第十九条首次对开展量化交易的

私募证券投资基金做出规定，从基金管理人的交易系统安全、异常交易监控、内部管理、资料保存、产品命名等方面提出了原则性要求。

《运作指引》	关联法规
<p>第二十条【业绩报酬】私募证券投资基金设定业绩报酬的，应当在基金合同中合理设定业绩报酬的计提方法、频率、比例，业绩报酬与基金业绩表现挂钩。私募基金管理人应与投资者利益保持一致，<u>不得在合同中约定不公平或者不恰当的业绩报酬相关条款，不得采用对自身明显有利或者过度激励的计提方式。</u></p> <p>私募证券投资基金只能采取一种业绩报酬计提方法，且该种计提方法应当基于基金份额的整体收益情况进行计算，保证公平对待投资者。私募证券投资基金计提业绩报酬除另有规定外应当以基金份额取得正收益为前提。</p>	<p>《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》</p> <p>第四十一条 证券期货经营机构可以与投资者在资产管理合同中约定提取业绩报酬，业绩报酬应当计入管理费。</p> <p>证券期货经营机构应当坚持公平对待投资者、长期业绩导向和适当激励原则，合理设定业绩报酬的提取频率、比例，以及包括业绩报酬在内的管理费的收取比例上限，确保业绩报酬提取与资产管理计划的存续期限、收益分配和投资运作特征相匹配。</p> <p>业绩报酬应当从分红资金、退出资金或清算资金中提取，从分红资金中提取业绩报酬的频率不得超过每 6 个月一次。<u>业绩报酬的提取比例不得超过计提基准以上投资收益的 60%。</u></p>

要点解读：

根据《运作指引》第二十条的规定，私募基金

管理人不得采用对自身明显有利或者过度激励的计提方式。如参照《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》的相关规定，业绩报酬的提取比例不得超过计提基准以上投资收益的 60%。适

用《运作指引》第二十条时可参照《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》规定的上述标准。

《运作指引》
<p>第二十五条【压力测试】同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模在 20 亿元以上的，应当持续建立健全流动性风险监测、预警与应急处置、关于预警线与止损线的风险管理制度，每季度至少进行一次压力测试。私募基金管理人应当结合市场状况和自身管理能力制定并持续更新流动性风险应急预案，明确预案触发情景、应急程序与措施等。</p> <p>第二十八条【风险准备金】同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模 20 亿元以上的，其应当自本年度起从基金管理费(含业绩报酬)中提取风险准备金，主要用于弥补因私募基金管理人违法违规、违反合同约定、操作错误或者技术故障等给私募证券投资基金或者投资者造成的损失。鼓励其他私募证券投资基金管理人结合自身特点建立风险准备金管理制度。</p>

要点解读：

《运作指引》第二十五条及第二十八条首次要求同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模在 20 亿元以上的，应当定期开展压力测试、制定并持续更新流动性风险应急预案等；应当建立风险准备金制度，自本年

度起从基金管理费(含业绩报酬)中提取风险准备金，并主要用于弥补因私募基金管理人违法违规、违反合同约定、操作错误或者技术故障等给私募证券投资基金或者投资者造成的损失。达到前述资产管理规模标准的私募证券投资基金管理人应予以关注，并应对相关内控制度相应作出增加和修改。

《运作指引》	关联法规
<p>第二十七条【信息报送要求】私募基金管理人应当按照下列要求向协会报送信息：</p> <p>(一)每季度报送私募证券投资基金的募集情况、投资运作、投资者情况，以及私募基金管理人关联方情况等信息；其中同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模 20 亿元以上的，应当自本年度起每月报送前述信息；</p> <p>(二)私募证券投资基金发生本指引第二十六条第二款第(三)项情形的，应当及时向协会报告；</p> <p>(三)年末基金净资产 1 亿元以上的私募证券投资基金，应在每一会计年度结束之日</p>	<p>《私募投资基金登记备案办法》</p> <p>第六十一条 私募基金管理人应当按照规定报送下列信息：</p> <p>(一)在每一会计年度结束之日起 4 个月内，报送私募基金管理人的相关财务、经营信息以及符合规定的会计师事务所审计的年度财务报告；管理规模超过一定金额以及本办法第十七条规定的私募基金管理人等，其年度财务报告应当经中国证监会备案的会计师事务所审计；</p> <p>(二)报送所管理的私募基金的投资运作情况；</p> <p>(三)在每一会计年度结束之日起 6 个月内，报送私募股权基金的相关财务信息以及符合规定的会计师事务所审计的年度财务报告；基金规模超过一定金额、投资者超过一定人数的私募基金等，其年度财务报告应当经中国证监</p>

<p>起 4 个月内向协会报送经符合规定的会计师事务所审计的财务报告，财务报告中应当对关联交易进行专项说明；其中年末基金净资产 10 亿元以上的私募证券投资基金，其年度财务报告应当经中国证监会备案的会计师事务所审计；</p> <p>(四)按年度报送经审计的私募基金管理人财务报告，财务报告中应当对关联交易进行专项说明；其中同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模 50 亿元以上的，其年度财务报告自本会计年度起，应当经中国证监会备案的会计师事务所审计；</p> <p>(五)按协会要求报送投资安排、流动性、杠杆、预警线、止损线、压力测试等情况的临时报告。</p>	<p>会备案的会计师事务所审计；</p> <p>(四)中国证监会、协会要求报送的临时报告和其他信息。</p> <p>……</p>
---	--

要点解读：

《运作指引》第二十七条首次要求同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模 20 亿元以上的，应当自本年度起每月报送私募证券投资基金的募集情况、投资运作、投资者情况，以及私募基金管理人关联方情况等信息。此外，私募证券投资基金投资单一上市公司发行的股票涉及《证券法》第六十三条规定的公

告或者报告义务的，应当及时向投资者披露，并及时向基金业协会报告。本条亦对《私募投资基金登记备案办法》规定的信息报送义务作出了细化规定，年末基金净资产 10 亿元以上的私募证券投资基金的年度财务报告应当经证监会备案的会计师事务所审计，基金管理人还应当按基金业协会要求报送投资安排、流动性、杠杆、预警线、止损线、压力测试等情况的临时报告。

<p>《运作指引》</p>
<p>第二十九条【投资顾问业务】私募基金管理人开展证券投资顾问业务的，应当参照本指引执行，不得通过担任投资顾问方式规避本指引规定。</p>

要点解读：

根据《运作指引》第二十九条规定，私募基金

管理人开展证券投资顾问业务的，需要参照《运作指引》执行，不得以仅担任投资顾问为由规避《运作指引》的有关要求。

<p>《运作指引》</p>
<p>第三十二条【实施时间】本指引自 2023 年 X 月 X 日起施行。</p> <p>本指引施行前已备案私募证券投资基金不符合本指引要求的，按下列要求执行：</p>

(一) 不符合本指引第四条、第五条、第九条、第二十四条的，不得新增募集规模，不得新增投资者，不得展期，新增投资活动须符合本指引要求，合同到期后予以清算。

(二) 不符合本指引第十二条至第十四条、第十六条、第十七条的，自本指引施行之日起给予十二个月过渡期，在本指引施行十二个月后仍不符合前述条款投资要求的，不得新增募集规模，不得新增投资者，不得展期，新增投资活动须符合本指引要求，合同到期后予以清算；

(三) 新增投资者应当符合本指引第八条要求；

(四) 涉及本指引要求的基金合同条款发生变更的，变更后的内容应当符合本指引要求；基金合同存续期限发生变化的，应当按照本指引要求修改基金合同；无固定存续期限的私募证券投资基金，应当在本指引施行十二个月内按照本指引要求及协会规定修改基金合同。

要点解读：

《运作指引》施行后，新备案的私募证券投资基金应按照《运作指引》要求执行。同时为减少新老基金的套利空间，《运作指引》对存量基金结合监管要求、市场需求的特点提出差异化的整改要求，并在本条中做了过渡期安排。

1. 对于开展通道业务、不符合最低存续规模等触及底线要求的存量私募基金，《运作指引》施行后不得新增募集规模及投资者，不得展期，新增投资活动须符合《运作指引》要求，合同到期后予以清算；

2. 对于不符合《运作指引》中关于投资集中度、多层嵌套豁免比例、杠杆比例、债券及衍生品交易等投资要求的存量私募基金，给予 12 个月的过渡期进行整改。这条看似并没有强制要求存量私募基金修改基金合同，但限期整改未完成的，该等基金不得新增规模，也不得展期。新增的投资活动需要符合新规定。合同到期后基金应当进行清算。

3. 《运作指引》实施后，存量基金也需要在基金合同中对新募集的投资者设置不少于

6 个月的份额锁定期。

4. 对于存量基金发生基金合同变更的，包括基金合同存续期限发生变化的，均应当按照《运作指引》修改基金合同，以符合相关要求。对于无固定期限的存量基金，应当在 12 个月内整改完成，修改后的基金合同应全面符合《运作指引》的要求。

我们的观察

随着《私募投资基金登记备案办法》正式施行，基金业协会及时发布了《运作指引(征求意见稿)》，以对现行的《私募投资基金备案须知》进行更新。相较于《私募投资基金备案须知》主要涉及产品备案的相关内容，《运作指引》更加关注私募证券投资基金管理人的审慎经营、健全制度、明确策略、控制风险、防范内幕交易和利益输送等方面，要求管理人确保业务开展与资本实力、投资管理能力及风险控制水平相适应，以体现基金业协会“事前备案、事中事后持续监管”的监管思路。私募行业监管的趋严与市场活力、行业创新之间的平衡，也是监管机构需要进一步考虑和评估的问题。本《运作指引》仅涉及私募证券投资基金，我们预期有关私募股权基金的运作指引也会相应出台。

谢青 合伙人 电话：86 21 2208 6238 邮箱地址：xieq@junhe.com
张弛 合伙人 电话：86 21 2208 6177 邮箱地址：zhangchi_Austin@junhe.com
张琳 律师 电话：86 21 2283 8271 邮箱地址：zhangl_Joyce@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

