

## 私募基金法律

### 齐头并进 — 私募基金股权/证券投资双车道之试驾指南

作者：冉璐 | 吴楷莹 | 景晴 | 李羽佳 | 王振禹

#### 一、前言 — 对私募基金股权/证券投资双车道的现状观察

近年来，境内资本市场股票发行注册制等政策和法规的推行，推动了包括新经济领域企业在内的诸多企业在境内完成首次公开发行并上市，境内资本市场呈现出一派欣欣向荣的景象，大批私募股权投资基金/创业投资基金也进入了从资本市场上退出的高峰期。在庆祝收获季节的同时，部分此前仅专注于股权投资/创业投资的私募基金也敏锐地察觉到了境内证券市场投资标的的丰富性、市场的热度和发展前景，开始将眼光投向证券市场，希望借助于自身股权投资专业能力的优势，涉足证券投资这片熟悉又陌生的领地。

根据中国证券投资基金业协会（“协会”）目前使用的《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，私募股权投资基金指投资包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股（含上市公司定向增发、大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股和可转换债等的私募基金，而私募创业投资基金主要投资于处于创业各阶段的未上市成长性企业。基于现行协会自律规则对私募股权投资基金投资范围作出的主要限制，为了开展主要在二级市场进行公开交易证券买卖的私募基金业务，投资管理机构需要设立专门的私募证券投资基金，且该等基金的管理人需要在协会登记为私募证券投资基金管理人。

据我们观察，同时在中国境内拥有私募股权投资基金和私募证券投资基金管理资格、进而在前述双车道上同时驰骋的投资管理机构已不在少数，市场上也不乏颇具知名度的资深玩家。而新玩家如何加入这一双车道俱乐部以及需要关注哪些注意事项，成为许多此前仅开展了私募股权投资、创业投资基金管理业务的投资管理机构的首个疑问。我们将通过本文初步分享一份面向新用户的“双车道试驾指南”。

#### 二、如何上路 — 基金管理人设立和运营之规范

##### （一）股权架构的搭建

在现行的私募基金监管体制下，私募基金管理人必须遵守专业化管理原则，除登记为可开展跨资产类别配置投资业务的资产配置类私募基金管理人外，私募基金管理人在申请登记时只能选择一种业务类型（“私募证券投资基金”、“私募股权、创业投资基金”等）进行登记，且只能管理与本机构登记业务类型一致的私募基金。因此，要开展以二级市场公开交易证券为主要投资标的的私募证券投资基金业务，投资管理机构需要新设一家私募证券投资基金管理人。

由于拟新设的私募证券投资基金管理人是基于一家现有的私募股权/创业投资基金管理人延展而来，通常新玩家们会考虑是否由同一实际控制人设立两家管理人。我们认为，从私募基金监管的角度而言，两家管理人归于同一实际控制人是可行的，但应注意连带责任和关联交易风险。

### 1. 同一实际控制人在管理人登记中的可行性

同业化竞争一直是私募基金监管部门的一项考察重点。协会现行有效的《私募基金管理人登记须知（2018年12月版）》（“《**管理人登记须知**》”）要求，同一实际控制人下再有新申请机构的，应当说明设置多个私募基金管理人的目的与合理性、业务方向区别、如何避免同业化竞争等问题。中国证券监督管理委员会（“**证监会**”）于2020年9月发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》也强调了相同要求。实践中，同一实际控制人在其已登记的私募基金管理人之外新申请登记其他私募基金管理人的，往往会收到协会的反馈意见，要求详细说明申请背景、业务区别和新登记管理人必要性等等问题。

尽管存在上述限制，监管部门并不反对同一实际控制人设立投资业务领域具备较大区分度的多个私募基金管理人。我们理解，私募股权、创业投资与私募证券投资是两个完全不同的业务领域，无论是投资标的、领域还是投资策略都存在极大区别，因此同一实际控制架构下的两家投资管理机构申请分别开展私募股权、创业投资基金管理与私募证券投资基金管理是可行的，不构成新申请私募证券投资基金管理人登记中的实质障碍。

### 2. “连坐”是否可被接受

在协会监管规定的语境下，两家私募基金管理人如拥有同一实际控制人，将必然导致两家管理人构成关联方。

根据《管理人登记须知》，在申请机构向协会申请登记为私募证券投资基金管理人之时，处于同一实际控制结构下的已登记私募股权/创业投资基金管理人需书面承诺，在私募证券投资基金管理人展业中出现违法违规情形时，其应承担相应的合规连带责任和自律处分后果。上述规定意味着，一旦任何一家基金管理人在开展业务的过程中出现合规问题而被协会或监管部门处分或处罚，则另一家基金管理人将可能受到牵连，相应影响另一家基金管理人的经营。简而言之，一例合规处分或处罚可能触发同时影响两家管理人经营的“系统性风险”，相比由不同实际控制人控制两家基金管理人的方案，同一实际控制人同时控制两家基金管理人的方案在风险隔离的力度方面相对较弱。

上述规定相当于监管部门对同一实际控制人同时控制和运营多家私募基金管理人提出了更严苛的合规要求。两家私募基金管理人为了不影响自身和对方的正常经营，需要考虑建立更严格和完备的合规风控制度，例如可以考虑加强事前和事后定期合规审核、强化内部业务团队向合规和风控团队披露运营事务的流程，以降低触发“连坐”情形的可能。

### 3. 关联交易和利益冲突问题需特别关注

关联方之间的业务往来以及关联交易、利益冲突向来是证监会、协会对私募基金监管的重点。协会现行有效的《私募投资基金备案须知（2019年12月23日）》（“《**基金备案须知**》”）要求，私募投资基金进行关联交易的，应当防范利益冲突，建立有效的关联交易风险控制机制。《基金备案须知》进一步明确了关联交易包括私募投资基金与同一实际控制人下的其他管理人管理的私募投资基金或者与上述主体有重大利害关系的关联方发生的交易。私募基金管理人在其投资活动中不得存在内幕交易和操纵市场等违法违规活动，否则存在被证监会、协会作出处罚或纪律处分等措施的风险。

基于以上规定，从风险控制角度，我们建议对两家基金管理人及其管理的私募基金之间的直接业务往来、资金流转等均予以高度关注。从投资者审议角度，考虑到从监管层面来说该等关联交易并非完全被禁止，并且在实践中关联方之间的业务交叉很可能是具有商业合理性的，建议私募基金管理人在向投资者充分披露可能存在的关联交易和利益冲突的前提下进行相关交易，并视情况将其中重大的关联交易和利益冲突事项提交投资者审议，以取得投资者的认可。此外，从基金管理人内部架构设计的角度，也可以考虑如何设置以进一步预防不当利益输送情况的出现，比如在可行的情况下尽量安排两家管理人独立决策、分别核算，建立信息防火墙制度，且各自管理团队的收入和激励应当主要源于其直接服务的机构，尽量与另一家机构脱钩，从而经由内部设置，从根源上避免发生不当利益的输送。

## （二）高管和员工安排

### 1. 高管兼职

根据《管理人登记须知》，私募基金管理人的高管（包括法定代表人/执行事务合伙人（委派代表）、总经理、副总经理、合规/风控负责人等）不得在非关联的私募机构兼职。因此，高管团队的组建与上述股权架构安排在一定程度上具有联动性。假如两家基金管理人构成协会规则项下的关联方，包括受同一控股股东/实际控制人控制或属于母子公司（持股 5% 以上），则高管人员可以在允许的人数范围内于两家基金管理人同时任职。假如不属于前述关联方，那么两家基金管理人的高管人员不得有任何重合。

在符合关联方认定要求的前提下，如果考虑安排部分高管人员在两家基金管理人同时任职，则需要注意《管理人登记须知》的兼职人员数量要求。根据现行规则，除法定代表人外，除非具备合理性，其他高管人员原则上不应兼职，且兼职的高管不应高于该基金管理人全部高管人员数量的 1/2。因此，两家基金管理人的高管人员不得全部“共享”，任意一家机构的高管中至少须有一半以上只在该机构中任职。

### 2. 其他员工必须全职

根据《管理人登记须知》，每家基金管理人的员工总人数应不低于 5 人，且一般员工不得兼职。所以，申请登记为私募证券投资基金管理人的申请机构需要考虑招聘新的全职员工。

### 3. 高管和投资人员的资质和经验

根据《管理人登记须知》，私募证券投资基金管理人的全部高管人员均应当具有基金从业资格或符合基金从业资格的取得条件，从业资格方面，相较于私募股权、创业投资基金管理人更为严格。因此，在高管团队组建之时，应注意要求其从业资格。

根据我们的经验，协会目前对私募基金管理人申请机构的高管及团队管理经验十分重视，对管理经验证明文件的要求也愈发严格，一定程度上通过监管手段保障了基金管理人的专业性。申请机构应当注意审查其高管和投资人员是否具备投资能力，并要求其提供相关业绩证明。根据协会的要求，申请登记为私募证券投资基金管理人的机构需要向协会提供现任职高管或投资人员近三年内连续六个月以上可追溯的投资业绩证明材料（包括但不限于管理证券类产品的证明材料或股票、期货等交易记录，不含模拟盘），且要求该证明反映资金规模、投资期限、投资业绩、组合投资及获益情况。

## 三、特别关注 — 私募证券投资基金投资于关联私募股权/创业投资基金已投资的上市公司

对于此前专注于股权投资/创业投资的机构而言，其涉足证券投资领域，还将面临双车道带来的一些特

殊的证券市场监管问题，尤其是如果私募股权/创业投资基金前期投资的标的公司已经于境内上市（该等公司下称“已上市被投公司”），则可能涉及到内幕交易的防范，以及在私募证券投资基金与私募股权/创业投资基金构成一致行动人且合计持有上市公司5%以上股份的情形下，共同受限于短线交易、增减持限制以及增减持信息披露要求的监管等问题。

## （一）防范内幕交易

内幕交易属于重大证券违法行为，对内幕交易的监管也是证券交易监管的重中之重。根据《证券法》的规定，证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人，在内幕信息公开前，不得买卖该公司的证券、泄露该信息或者建议他人买卖该证券；否则，将面临被主管机关处以没收违法所得、罚款等严厉监管措施，给投资者造成损失的，还应当依法承担赔偿责任，在特定情形下甚至还可能触发刑事责任。

在题述场景下，鉴于私募股权/创业投资基金系已上市被投公司的股东，甚至可能在已上市被投公司中提名董事，私募股权/创业投资基金自身以及相关的人员有可能知晓已上市被投公司的内幕信息；此种情况下，与相应的私募股权/创业投资基金存在一定关联的私募证券投资基金，在内幕信息公开前通过二级市场交易已上市被投公司的证券，存在被认定为进行内幕交易的风险。

鉴于以上，我们建议，私募股权/创业投资基金与私募证券投资基金的高管和投资人员（包括执行事务合伙人委派代表、投资经理等）尽量任职独立，减少交叉；私募股权/创业投资基金与私募证券投资基金应建立完善的内幕交易防控制度，私募证券投资基金在二级市场投资上市公司（特别是已上市被投公司）时，应当依据已经公开的信息，独立做出投资决策。

## （二）构成一致行动人情形下，共同受限于多项监管要求

### 1. 监管要求

#### （1）短线交易

若投资者及其一致行动人合计持有上市公司股份比例达到5%，则投资者及其一致行动人在六个月内进行了买卖股票的双向操作，会被认定为短线交易（“短线交易”，即持股5%以上的投资者将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入。投资者通过短线交易所得收益归该上市公司所有，并可能被监管机构作出行政处罚）。因此，若私募股权/创业投资基金与被认定为其一致行动人的私募证券投资基金合计持有已上市被投公司股份达到5%以上，则将共同适用上述短线交易的规则，一致行动的两支基金在六个月内，不能进行买入和卖出上市公司股票或者其他具有股权性质的证券的反向操作。

#### （2）增减持限制及相关信息披露要求

现行监管规则对于持有上市公司股份比例达到5%以上的投资者存在一些特殊的增持、减持限制以及增减持相关的信息披露要求；并且，如果两名投资者构成一致行动人，则其所持上市公司股份将被合并计算，且在合并计算持股达到5%以上时，共同受限于对应的限制和要求，上述规则在私募证券投资基金投资于已上市被投公司且与相关的私募股权/创业投资基金构成一致行动人的场景下也同样适用。但例外是，持股5%以上的股东减持其通过二级市场**集中竞价方式**（**注意大宗交易等其他方式并不能例外**）买入的股份以及根据再融资新规通过非公开发行方式认购的股份，不适用证监会《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》以及沪深交易所相应配套细则项下的规则，即不受限于对应的减持限制和信息披露要求。

## 2. 关于“一致行动人”的讨论

如上文讨论，短线交易、增减持限制及增减持信息披露的问题都涉及到“一致行动人”这一重要概念（请注意，内幕交易问题与是否一致行动人并无直接关联），是否构成“一致行动人”是两支基金是否合并计算持股比例、是否在合计持股 5% 以上时共同适用该等特别监管规则的重要分界点。因此，对于存在某些联系的私募证券投资基金及私募股权/创业投资基金而言，若希望避免受到该等限制，则需要尽量避免构成证券监管视角下的“一致行动人”。

是否构成“一致行动人”，通常采用《上市公司收购管理办法》第八十三条的规则进行判断。根据该等规则，一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者即构成一致行动人。上述规则中同时列举了 12 项初步判断构成一致行动人的情形，如无相反证据，投资者有该等 12 项情形之一的，即为一致行动人。其列举的 12 项情形包括适用于机构和自然人的情形，其中对于私募股权/创业投资基金和私募证券投资基金两家机构投资者而言，可能涉及并适用的情形包括：（1）投资者之间有股权控制关系；（2）投资者受同一主体控制；（3）投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员，同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员；（4）投资者参股另一投资者，可以对参股公司的重大决策产生重大影响；（5）银行以外的其他法人、其他组织和自然人作为投资者取得相关股份提供融资安排；（6）投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；（7）投资者之间具有其他关联关系。

可见，在证券监管的语境下，一致行动人认定的初步判断情形比较宽泛，我们所讨论的私募股权/创业投资基金和私募证券投资基金很有可能会存在一些构成一致行动的表面证据，比如上述基金的执行事务合伙人为同一控制下主体、基金管理人受同一主体控制、两支基金的高管和投资人员存在交叉任职等其他关联关系。从避免被认定为证券监管语境下的“一致行动人”的角度出发，私募股权/创业投资基金和私募证券投资基金需要尽量避免或减少存在符合构成“一致行动”表面证据的特定情形；当然，在难以完全避免特定情形的情况下，则可考虑通过一定的隔离设计，保留提供充分的相反证据从而论证该等基金不构成一致行动人的可能性。

## 四、结语 — 审慎合规，享受双车道的“试驾”乐趣

在进行私募股权/创业投资基金业务的同时，开展私募证券投资基金业务，在双车道上齐头并进的前景是令人神往的，但无论从私募投资基金监管角度还是从证券监管的角度，都对私募基金管理人合规运营提出了更加严格的要求。为了“双车道”业务的开展安全平稳，我们建议两家基金管理人之间至少建立信息防火墙制度，并在必要的范围内进行独立的投资决策，审慎地对待每一笔交易尤其是存在一定关联性的交易，并在此基础上，结合每家基金管理人的具体情况，制定更为完善的符合其自身需求的内部组织结构和风险控制措施。新玩家们若想进一步深入了解运营规范和注意事项或定制属于自己的新手试驾指南，从而更加安心地享受“试驾”的乐趣，欢迎与我们联系垂询。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 冉璐

电话： +86 10 8525 5521  
Email: [lu.ran@hankunlaw.com](mailto:lu.ran@hankunlaw.com)

### 吴楷莹

电话： +86 10 8525 4658  
Email: [kaiying.wu@hankunlaw.com](mailto:kaiying.wu@hankunlaw.com)