



中华股权投资协会
China Venture Capital and
Private Equity Association

CVCA 行业动态季刊

2026 年 9 月

目 录

CONTENTS

近期协会活动.....4

CVCA 与 HKVCA 联合举办与香港交易所集团行政总裁闭门交流活动 4

CVCA 成功组织国家税务总局专项政府拜访活动 6

支持活动：2026 险资股权投资策略研讨会 7

支持活动：LP 投顾 - 私募基金募集新规研讨会 8

支持活动：AVCJ 私募股权投资中国论坛 2026 9

会员机构动态.....12

CCV 深圳办公室正式开业 12

鼎晖 VGC 领投「深空矩阵」亿元级天使轮，押注太空 AI “中国方案” 12

股拓 EQT 宣布，已完成对科勒资本的合并..... 13

「巢匠科技」完成数亿元天使轮系列融资，桌面级 CNC 迎来 AI 大众化时代 ... 13

张懿宸出席“维港纽带创科基金”签约仪式，打造沪港科创合作样板..... 13

CPE 源峰与 Jacobs Capital 签署股权购买协议，
全资收购瑞士高端户外百年品牌猛犸象..... 14

信宸资本布局河南文旅，长期主义护航中原标杆文旅 IP 14

锚定机器人底层基础设施，物理 AI 公司「正奇未来」完成数亿天使融资 .. 15

WAIC 启明创投·创业与投资论坛—从算力原点到
应用落地的进化征程成功举办..... 15

方达助力 BlueFive 及春华资本参与对可灵 AI 之股权投资 16

竺稼在达沃斯论坛接受彭博电视专访 16

政策动态与指引17

中国证监会就《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》
公开征求意见 17

关于《对外投资管理办法（修订征求意见稿）》公开征求意见的公告 19

发改委《对外投资管理办法（修订征求意见稿）》热点问题与评述..... 20

私募基金募集新规征求意见稿要点解读..... 32

会员研究.....49

汉坤律师事务所发布《汉坤 2025 年度 VC/PE 项目数据分析报告》 49

意见领袖.....53

愉悦资本刘二海：中国将迎来算力基础设施建设的浪潮..... 53

路博迈陈志阳：香港 LAF 正在打开一级市场新通道 57

1 近期协会活动

CVCA 与 HKVCA 联合举办与香港交易所集团

行政总裁闭门交流活动

9 月 15 日 · 香港

2026 年 9 月 15 日，中华股权投资协会（CVCA）与香港创业及私募投资协会（HKVCA）在香港联合举办闭门交流活动 "Exclusive VC and PE Investor Discussion with Bonnie Y Chan, Chief Executive Officer of HKEX"。活动邀请到香港交易所集团行政总裁陈翊庭与 CVCA 理事长唐葵、HKVCA 主席许明茵进行对话。



从左至右：CVCA 理事长唐葵、香港交易所集团行政总裁陈翊庭、HKVCA 主席许明茵

唐葵理事长致开幕辞。在对话环节，唐葵和许明茵邀请陈翊庭畅谈了在当前地缘不确定性与全球市场波动环境下，支撑香港市场稳健表现的核心驱动力与市场展望；香港多年来的积极改革，以及香港交易所在企业上市及上市后阶段提供的支持；全球上市地竞争加剧背景下，香港交易所如何持续吸引新兴赛道、创新企业以及出海中国企业赴港上市；互联互通机制成熟之后未来的拓展方向；香港交易所如何搭建多元资产生态，进一步提升市场深度、流动性与国际资本参与度等话题。

随后的问答环节，现场参会者也进一步提出了行业高度关切的问题，包括：当下香港 IPO 审核最新动向、非 H 股内地企业及 VIE 架构上市的发展变化，以及由此带来的私募股权投资策略调整等。

对话后许明茵主席致结束辞。闭门交流活动吸引了 CVCA 和 HKVCA 约 140 位代表的踊跃参加。本次活动聚焦香港资本市场现状与未来改革方向，帮助与会者了解行业关注的重点议题，为股权投资机构搭建了高质量的信息交换与行业交流平台。

CVCA 成功组织国家税务总局专项政府拜访活动

7月29日·北京

7月29日，CVCA组织专项政府拜访活动，政策与调研工作小组部分成员代表协会赴国家税务总局开展座谈交流，围绕行业高度关注的QFLP税收政策进行了深度沟通。

本次拜访由政策与调研工作小组组长张懿宸带队，邝子平、孙铮共同出席，协理成员房锡伟、秘书处及中信、启明、毕马威的同事参加了拜访。

国家税务总局国际税务司一级巡视员周怀世率队接待，国际税务司副司长、各业务部门处级干部、总局政策法规司副司长，并邀请到财政部税政司相关处室干部共同出席本次会谈。

支持活动：2026 险资股权投资策略研讨会

8 月 14 日 • 北京

2026 年正值“十五五”开局之年，作为耐心资本的保险资金正站在资产配置的战略拐点。险资股权投资策略正从传统的高股息和固收依赖，向多元化、跨周期的组合配置转型。如何在 S 基金、AI 资产等新领域构建兼顾安全性与成长性的配置框架，成为行业共同关注的核心议题。

为此，LP 投顾携合作伙伴，于 2026 年 8 月 14 日在北京举办 LP 投顾圆桌论坛第 69 期：“2026 险资股权投资策略研讨会”。

本次研讨会将定向邀请险资机构代表、资产配置型 LP 代表等，共同研判险资及资产配置型 LP 在股权投资跨周期配置与新型资产布局中的机遇与挑战。

时间：2026 年 8 月 14 日（周五）14:00-18:00

地点：北京 国贸三期

主办单位：LP 投顾、21 创投、工商银行北京分行

支持单位：中华股权投资协会

活动议程：

【13:00 - 14:00】嘉宾签到

【14:00 - 14:15】欢迎致辞

【14:15 - 14:40】主题分享 1

【14:40 - 15:05】主题分享 2

【15:05 - 18:00】圆桌研讨：经验分享与交流

【18:00 - 20:00】餐叙

支持活动：LP 投顾 - 私募基金募集新规研讨会

9月9日·北京

中国证监会就《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。文件围绕募集主体、合格投资者、宣传推介、适当性管理、合同签署、募集结算、过程留痕及法律责任等环节提出系统要求，重塑私募基金募集业务的操作标准与责任边界。

LP 投顾拟联合有关行业协会举办线上专题研讨会，邀请基金实务、法律及权威专家进行三维解读，并面向 GP、LP 及专业机构征集具有建设性的反馈意见。

时间：2026 年 9 月 9 日（周三）20:00-21:50

地点：线上定向研讨（审核通过后发送会议链接）

主办单位：LP 投顾

协办单位：中华股权投资协会、北京基金业协会、上海市国际股权投资基金协会、湖北省创业投资同业公会、观韬律师事务所

活动议程：

【19:50 - 19:55】线上签到

【20:00 - 20:10】开场

【20:10 - 20:40】解读一：募集新规对管理人及 GP 募资实务的影响
汪澍 紫荆资本法务总监

【20:40 - 21:10】解读二：重点法律条款、责任边界与争议风险
肖非 观韬律师事务所合伙人

【21:10 - 21:40】解读三：立法逻辑、监管趋势与 VC/PE 行业影响
刘健钧 湖南大学教授

【21:40 - 21:50】研讨总结

【21:50】会议结束

支持活动：AVCJ 私募股权投资中国论坛 2026

9月22日·北京

阿布扎比投资局、中银人寿、中投公司、新加坡政府投资公司、香港金融管理局、穆巴达拉投资公司、平安保险等头部 LP 已确认参加 AVCJ 私募股权投资中国论坛活动。本届论坛仍将汇聚海内外机构投资者、基金管理人及专业顾问等一众行业重磅嘉宾，是亚太地区最具影响力的私募市场行业盛会之一。



Mergermarket

AVCJ 私募股权投资论坛 中国

2026年9月22日 | 北京国贸大酒店

确认出席的顶级LP演讲嘉宾包括：

 Sabrina Zhu 新加坡政府投资公司 (GIC)	 Eric Wong 中银人寿保险	 Philip Yifei Bao Mubadala Investment Company
 杨战 科勒资本	 Jea Young Huh 亚洲基础设施投资银行	 Ellen Min Lexington Partners
 郭伊扬 Adams Street Partners	 Tianshen Rong LGT Capital Partners	 方远 星界资本

立即注册，
抢占席位！

Three small images at the bottom showing event scenes: a large conference hall, a panel discussion, and a networking session.



AVCJ 私募股权投资论坛 中国

2026年9月22日 | 北京国贸大酒店

本届AVCJ中国论坛与会LP名单概览:

- ABCI
- Aceana Group
- Adams Street Partners
- AlInvest Secondaries Fund VIII
- AP Asset Management
- Ardian
- Australian Ethical Investment
- Beijing Jishihao Technology & Trade
- Beijing Zhengming Asset Investment
- Burda Principal Investments
- CDIB Capital
- CIGP
- Click Ventures
- CM Capital Advisors
- Commonfund
- CPIC Private Equity Fund Management
- DBJ Investment Consulting (Beijing)
- Eight Rivers Group
- Fargo Wealth Group
- Golden Hill Investments
- Hanwha Corporation
- HarbourVest Partners
- HSBC Global Asset Management
- HT Capital
- IDB Lab
- Indite Ventures

- Junson Capital
- Langfang Development Zone FOF
- Lexington Partners
- LGT Capital Partners
- Mizuho Leasing
- Morgan Creek
- MTR Lab
- Neuberger Berman
- New Development Bank
- Norinchukin Zenkyoren Asset Management
- OMERS
- Schaeffler
- Sevia Group
- Sevia Holdings
- Siguler Guff
- SME Support Japan (SMRJ)
- State Street
- Strong Grace
- SuMi TRUST
- Tangram Asia Capital
- TPC Group
- Twin Towers Ventures (PETRONAS Ventures)
- Willis Towers Watson
- 三井物产环球投资
- 山东新巨丰科技包装股份有限公司
- 工银国际控股有限公司
- 中国平安保险海外 (控股) 有限公司

- 中国投资有限责任公司
- 中金资本
- 中银人寿
- 日本政策投资银行
- 丝路基金
- 新加坡政府投资公司 (GIC)
- 馬來西亞公務員退休基金局 (KWAP)
- 民生通惠资产管理有限公司
- 阿布扎比投资局
- 亚洲基础设施投资银行
- 华夏控股
- 齐鲁制药集团有限公司
- 住友商事亚洲资本股份有限公司
- 国开金融有限责任公司
- 国寿股权投资有限公司
- 复星国际资产管理有限公司
- 星界资本
- 科勒资本
- 香港金融管理局
- 高盛公司
- 第一生命保险株式会社
- 富士康集团
- 賦生资本
- 瑞德证券
- 摩根大通
- 穆巴达拉投资公司

以及更多...

立即注册,
抢占席位!

不容错过的重磅议题:

► 中国私募股权: 长期价值机遇

议题解读: 在中国经济企稳、创新持续提速的大背景下, 全球投资者正在重新评估中国在其投资组合中的配置地位。一众头部私募股权投资人将共同探讨中国投资的未来走向、具备收益潜力的新兴赛道、不断迭代的募资策略, 以及机构如何在把握机遇的同时平衡地缘政治风险。

► 行业聚焦：消费赛道 —— 韧性深厚，前景向好

议题解读：中国消费偏好正在快速迭代，为投资者与品牌方带来全新机遇。本场专题研讨将剖析支撑板块韧性增长的各类趋势、中国消费企业的全球化进程、涌现出的收购与分拆投资机会，以及投资者如何在瞬息万变的市场中构建竞争优势。

► LP 视角：摒除市场噪音

议题解读：随着中国私募股权市场显现复苏信号，投资者正在研判资金投放的时机与方向。本场圆桌将剖析影响 LP 投资决策的核心因素、境内人民币资本与中东投资者日益提升的影响力、二手基金市场的发展演变，以及 GP 应如何调整自身定位，在下一轮周期中吸引资金入局。

2 会员机构动态

CCV 深圳办公室正式开业

2026 年 9 月 16 日上午，CCV 深圳办公室在深圳市南山区阳光金融大厦正式开业。CCV 团队、早期投资企业代表及合作伙伴共同见证了这一时刻。这也是 CCV 在深耕北京多年后，将目光与团队正式延伸至粤港澳大湾区的起点。CCV 由原 Kleiner Perkins 中国创始及主管合伙人周炜带领核心团队，在管理国际顶级基金十年后于 2017 年独立创立，获得北美和欧洲领先机构投资者的支持。自成立以来，CCV 始终坚持“少而精、做早期、重陪伴”的投资哲学，历经互联网、移动互联网、产业互联网到人工智能与硬核技术的多轮周期，在每一次技术拐点前坚定出手，以近 40% 的独角兽命中率印证了这套方法论的有效性。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/B1f7FEu8a-ZSzO6CVHea2g>

鼎晖 VGC 领投「深空矩阵」亿元级天使轮，押注太空 AI “中国方案”

9 月 8 日，北京深空矩阵科技有限公司（以下简称“深空矩阵”）宣布完成亿元级天使轮融资，本轮融资由鼎晖 VGC、麟阁创投联合领投，多家一线投资机构跟投。所获资金将主要用于太空 AI 算力核心技术研发、“星环计划”系统工程验证及太空 AI 产业链生态建设。作为国内太空 AI 算力赛道领创企业，深空矩阵致力于打造太空 AI 算力的“中国方案”。与 SpaceX 高度垂直整合的发展模式不同，深空矩阵选择了一条更符合中国产业基础的路径：由公司负责系统总体设计和核心能力建设，同时充分组织中国商业航天产业链已经形成的优秀专业能力。在运力、算力、能源、通信、热控、材料、制造等关键环节，深空矩阵将与产业伙伴通过联合研发和开放协同方式共同推进算力星座——“星空计划”的建设，而非把行业已经成熟的能力重新做一遍。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/DzoOYhbpE7rOT0u08utLPg>

股拓 EQT 宣布，已完成对科勒资本的合并

8月31日，瑞典上市私募投资机构、源自瑞典瓦伦堡家族（Wallenberg Family）的股拓（EQT，2019年上市）正式宣布，已完成对科勒资本（Collier Capital，成立于1990年）的合并。今年1月22日，彼时AUM2670亿欧元（截至2025年9月30日）的股拓（EQT）宣布，已达成协议，将收购专注于私募二级市场、AUM约500亿美元的科勒资本，并成立新平台“Collier EQT”。科勒资本创始人Jeremy Collier将成为Collier EQT负责人及首席投资官，直接向股拓（EQT）CEO、管理合伙人Per Franzén（2007年5月加盟股拓，2025年5月升任为股拓CEO）汇报，同时加入股拓（EQT）执行委员会；科勒资本原有领导团队也将继续管理Collier EQT平台；Collier EQT将保持其业务及投资流程的独立性。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/fII9L_8ZZv9aNItE5RFjuA

「巢匠科技」完成数亿元天使轮系列融资，桌面级 CNC 迎来 AI 大众化时代

近日，智能桌面级 CNC 公司巢匠科技（Nestworks）宣布完成数亿元天使轮系列融资，红杉中国、蓝驰创投、钟鼎资本、祥峰投资、元璟资本等一线机构共同投资，高鹄资本担任后续融资的独家财务顾问。本轮资金将主要用于新一代桌面级智能 CNC 研发、AI 软件能力迭代、创作者生态建设与全球市场拓展。——本质是把工业级精密加工能力彻底下放到桌面，打造 AI 时代的大众数字制造基础设施。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/3Tl4zI_SFdXOaUyNCu-mSA

张懿宸出席“维港纽带创科基金”签约仪式，打造沪港科创合作样板

7月30日，作为香港特区政府“创科创投基金”（ITVF）优化计划下港府与内地机构合作签约设立的首只基金，维港纽带创科基金签约启动仪式在香港举行，首批9个沪港科创储备项目正式亮相。此次基金落地，

标志着沪港科创合作从战略共识迈向要素互通、生态共筑的全新发展阶段，也是两地推动创新链、产业链、资金链、人才链深度融合、协同赋能的重要探索与生动实践。近年来，香港特区政府不断加大投资科创产业支持力度，于2024年《施政报告》宣布优化科创创投基金，调拨15亿港元推出优化计划，通过配对模式与市场化基金管理人设立联合基金，重点投资香港策略性初创企业。维港纽带创科基金正是香港特区政府通过海选机制遴选并设立的首只基金，发挥沪港科创协同标杆引领作用。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/ZgoLRn2toZT54YXfQSoCSw>

CPE 源峰与 Jacobs Capital 签署股权购买协议，全资收购瑞士高端户外百年品牌猛犸象

7月30日，CPE 源峰与欧洲私募股权机构 Jacobs Capital 正式签署股权购买协议，收购 Mammut Sports Group AG（下称“猛犸象”或“公司”）。本次交易尚需履行常规监管审批程序并满足相关交割条件，预计将于未来数月内完成交割。交易的具体财务细节未予披露。CPE 源峰深耕消费投资，持续布局兼具“长坡厚雪”品类和“穿越周期”品牌的卓越消费企业，先后投资了汉堡王中国、蜜雪冰城、Shark Ninja、美的集团、泡泡玛特、德威国际学校、老铺黄金、美丽田园、巨子生物、丝域养发等众多消费及相关领域的全球标杆企业。依托在消费领域十八年的深刻洞察与产业资源积累，本次收购完成后，CPE 源峰将在完整守护与传承猛犸象百年品牌基因的前提下，助力公司在全球、尤其是亚洲和中国市场实现更快速增长。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/nHvN7U8QGLWrhe3XAIYFIQ>

信宸资本布局河南文旅，长期主义护航中原标杆文旅 IP

近日，信宸资本旗下主体与建业地产（股票代码：00832.HK）公告股权转让协议，交易完成后持有《只有河南·戏剧幻城》与《郑州电影小镇》两大文旅项目100%股权。作为国内文化和旅游融合的标杆力作，《只有河南·戏剧幻城》与《郑州电影小镇》凭借其饱满的内容架构与极具辨识度的艺术表达，收获行业与市场的广泛赞誉，已经成为国内知名文旅目的

地。信宸资本表示，此次投资收购，是基于看好两个文旅项目的经济、文化价值，对河南文旅产业作出的战略布局。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/LPn-WKY5kcYsFH5jp2tMIg>

锚定机器人底层基础设施，物理 AI 公司「正奇未来」完成数亿天使融资

物理 AI 公司「正奇未来」宣布，8 个月内已完成数亿元人民币天使系列融资，核心资方为鼎晖 VGC 投资、线性资本等顶级财务投资机构，上汽集团恒旭资本、宁德时代系柏睿资本、比亚迪系正轩投资等一线车圈产业资本，以及高端消费产业资本周大福投资等。正奇未来是一家聚焦 Door-to-Door（D2D）移动任务场景，以模型能力为核心技术、通过刚需产品进入真实场景、构建数据飞轮的物理 AI 公司。公司定位“技术 + 产品”双驱动，其路径与特斯拉颇为相似——以终端产品为入口，用真实世界数据持续迭代模型，再用更强的模型反哺产品体验，形成自我强化的增长闭环。正奇未来认为，其终局是做下一代物理 AI 的底层基础设施——一个所有生活空间移动机器人都绕不开的空间智能底座。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/4xH2Hbrr_g9taWqidvSy3A

WAIC 启明创投·创业与投资论坛——从算力原点到应用落地的进化征程成功举办

7 月 19 日，由启明创投主办的 2026 世界人工智能大会（WAIC）“启明创投·创业与投资论坛——从算力原点到应用落地的进化征程”在上海世博中心成功举办。本次论坛聚焦 AI 在创业与投资领域的最前沿动态，汇聚了顶尖科学家、创新领军者与资深投资人，设置了 3 场主题演讲、1 场深度对话、1 场圆桌讨论，并重磅发布三大核心成果，共同解码大模型时代的范式转移：探讨行业如何跨越单纯的参数追求，转向对实际场景、降本增效以及商业模式闭环的极致探索。

全文链接：https://mp.weixin.qq.com/s/VkTST2_Ble6FIUjK_hdTfw

方达助力 BlueFive 及春华资本参与对可灵 AI 之股权投资

方达律师事务所近期协助 BlueFive（作为联合领投资方之一）和春华资本参与对可灵 AI 的股权投资。可灵 AI 本轮融资金额合计约 30 亿美元，投后估值有望达到 180 亿美元。可灵 AI 系快手旗下视频生成大模型，为全球领先的视频生成大模型之一。可灵 AI 本次融资创下全球多模态大模型公司单轮最大额融资纪录，标志着其独立商业化进程正式开启。本次募集资金预计将用于可灵 AI 业务的技术研发与生态拓展。方达在本次交易中担任上述投资人的法律顾问，为客户提供全方位法律支持。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/DAqBKO-QjW8zmaHHNVUQPw>

竺稼在达沃斯论坛接受彭博电视专访

6 月 23 日 -6 月 25 日，贝恩资本大中华区主席竺稼出席了大连夏季达沃斯论坛，并作为演讲嘉宾参与了多个公开和闭门交流圆桌。期间，竺稼有幸接受了彭博新闻北亚首席北亚记者 Stephen Engle 在达沃斯论坛现场的直播专访。竺稼就贝恩的核心投资理念、亚洲布局 and 策略、中国投资的重点赛道，以及地缘政治的影响，分享了他的观点和洞察。竺稼表示，尽管市场短期波动，但贝恩资本长期看好 AI 带来的经济红利，并持续在数据中心、科技硬件、可再生能源及生物科技等领域寻找机会。他提到，贝恩近期退出了秦淮数据的中国数据中心业务，但仍在深耕东南亚数据中心资产，体现了贝恩资本的泛亚洲策略的区域灵活特点。贝恩资本凭借泛亚洲策略，能够灵活调配资源，在不同市场捕捉机遇，目前在中国、日本和东南亚均有布局，并对中国生物科技、可再生能源等领域持续投入和深耕。

全文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/ApkjTvE2F3SITlIbvRloRRw>

3 政策动态与指引

中国证监会就《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见

为深入贯彻落实《国务院办公厅关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》，进一步加强对私募投资基金募集业务活动监管，促进私募投资基金行业高质量发展，中国证监会根据《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称《基金法》）、《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《私募条例》）等法律法规，起草了《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《募集办法》），现向社会公开征求意见。

合格投资者制度是私募投资基金监管制度和监管理念的基础，资金募集阶段是有效把好合格投资者入口关的核心环节。同时，资金募集是私募投资基金业务活动的关键阶段，对私募投资基金能否持续规范运作、投资者合法权益能否有效保障起着重要作用。《基金法》《私募条例》确立了向合格投资者非公开募集的基本原则，并授权中国证监会对合格投资者标准、募集阶段监管要求等作出具体规定。制定本办法是落实党中央、国务院决策部署和细化法律法规的具体举措，通过进一步细化完善差异化合格投资者标准，压实私募投资基金管理人、私募投资基金销售机构等相关主体责任，明确募集行为监管要求，对私募投资基金募集业务活动全面规范，推进私募投资基金行业规范健康发展。

《募集办法》共七章四十五条，主要内容包括：一是明确“卖者尽责、买者自负”的基本原则，明确募集方式，细化禁止性行为规范。二是完善合格投资者资产规模、收入水平和投资经历等认定标准，强化穿透监管要求。三是明确资金募集过程、募集文件和监管要求，压实私募投资基金管理人、私募投资基金销售机构适当性管理义务与风险揭示义务。四是完善保障募集资金安全机制，明确对募集结算专用账户、募集结算资金监督机构等的要求，加强对私募投资基金管理人内控制度建设要求。五是明确监督管理和法律责任。

《募集办法》是加强私募投资基金全流程监管的重要规则，其制定推进标志着私募投资基金行政规则体系加快建立完善，全链条监管制度基础进一步夯实。

中国证监会将认真研究各方反馈意见，进一步修改完善后按程序发布实施。

中国证监会关于《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》
公开征求意见的通知

关于《对外投资管理办法（修订征求意见稿）》 公开征求意见的公告

2017年12月，国家发展改革委发布《企业境外投资管理办法》（以下称《办法（2017）》）和系列配套文件，为对外投资发展和安全提供了重要的制度保障。近年来，对外投资取得长足发展，外部环境也发生复杂深刻变化。党的二十届三中、四中全会对健全对外投资管理服务体系、有效实施对外投资管理等作出重要部署。今年6月，国务院公布行政法规《国务院关于对外投资的规定》（以下称《规定》）。为贯彻落实党中央和国务院决策部署，我们按照对标对表、问题导向、总体延续、衔接联动的思路，对《办法（2017）》进行修订，起草形成了《对外投资管理办法（修订征求意见稿）》（以下称《办法（修订征求意见稿）》），以期更好在制度上保障对外投资发展和安全。

现就《办法（修订征求意见稿）》向社会公开征求意见，时间为2026年8月21日至9月20日。公众可登录国家发展改革委门户网站（<http://www.ndrc.gov.cn>）首页“互动交流”板块，进入“意见征求”专栏，提出意见建议。

感谢您的参与和支持！

附件：1. 对外投资管理办法（修订征求意见稿）

2. 关于《对外投资管理办法（修订征求意见稿）》的说明

国家发展改革委

2026年8月21日

发改委《对外投资管理办法（修订征求意见稿）》 热点问题与评述

近日，国家发展和改革委员会（下称“国家发改委”）公布了《对外投资管理办法（修订征求意见稿）》（下称“《征求意见稿》”），面向社会公开征求意见，征求意见截止日期为2026年9月20日。《征求意见稿》系对现行《企业境外投资管理办法》（国家发展和改革委员会令2017年第11号，下称“11号令”）的全面修订，也是继2026年7月1日《国务院关于对外投资的规定》（国务院令第837号，下称“837号令”）施行后，发改委层面落实上位法、完善部门规章的重要举措。

《征求意见稿》没有改变11号令确立的“敏感类项目核准、直接非敏感类项目备案”的基本框架，但显著拓展了适用主体和信息报告范围，并将监管、保护和责任制度进一步具体化。尤其值得关注的是，居民个人被直接纳入投资者范围，境外再投资报告不再设置3亿美元门槛，“小路条”式前期报告回归，备案程序增加评估机制，同时新增年度报告、分级监管措施和量化罚则。

本文将结合我们处理复杂跨境投资交易的实践经验，以问答形式对客户最为关注的若干问题进行解析。需要指出的是，《征求意见稿》目前仍处于公开征求意见阶段，最终正式文本可能有所调整，我们将持续关注并跟进后续立法动态。

问题一：《征求意见稿》是否改变了现行发改委ODI监管的基本框架？

答：核心审批框架总体延续，但监管边界由“企业境外投资项目管理”扩展为覆盖各类投资者、直接和间接投资及相关资产处置的全口径管理。

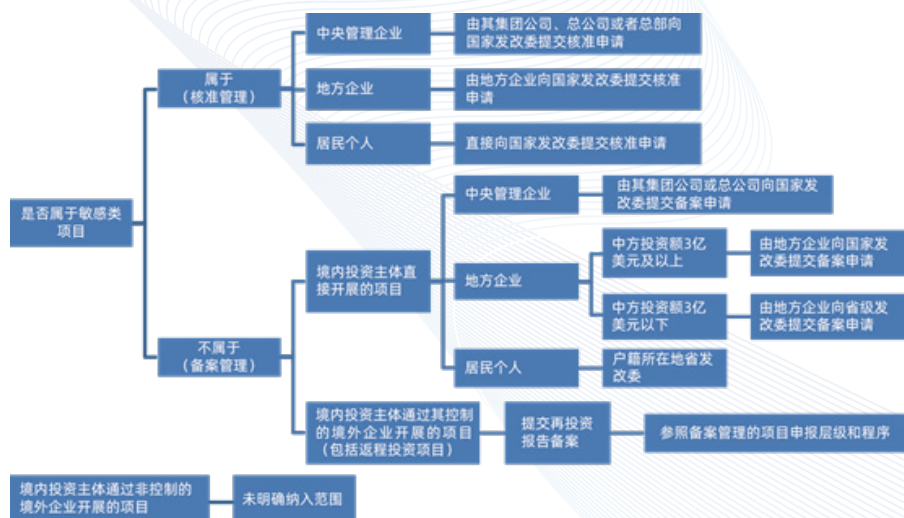
首先，核准与备案相结合的基本框架没有改变：敏感类对外投资仍由国家发改委核准；投资者直接开展的非敏感类对外投资仍实行备案管理。中央管理企业由国家发改委备案，地方企业仍以3亿美元为界分别由国家发改委或省级政府发改部门备案。因此，对于企业投资者而言，最熟悉的审批主干并未发生根本变化。

其次，监管对象和法规用语发生系统性调整。法规名称由“企业境外

投资管理办法”改为“对外投资管理办法”；“投资主体”改为“投资者”；“境外投资项目”改为“对外投资”。而这些变更的根源在于《征求意见稿》在规则层面厘清了监管对象和受监管的境外投资行为边界，明确投资者涵盖境内企业、其他组织和居民个人，并将投资者在境外再投资直接纳入“对外投资”定义。纳入中方投资额计算的资产类型还新增“数据”，与 837 号令对技术、数据及其他跨境要素的综合监管相衔接。

最后，制度结构同时强调“监管+保护”。从法规的行文结构上，《征求意见稿》将核准备案、信息报告及其他监管要求集中置于第三章，并新增第四章“对外投资保护”；第五章则进一步充实法律责任。

《征求意见稿》下的 ODI 监管框架总结如下图：



问题二：投资主体范围扩大后，企业、其他组织和境内居民个人分别如何办理核准或备案？

答：境内居民个人、事业单位、社会团体由“参照执行”转为直接纳入。企业的审批层级基本不变，境内居民个人非敏感类投资无论金额大小则单独由省级发改部门办理非敏感类投资备案。

此前，11 号令仅将“境内企业”界定为投资主体。同时，事业单位、社会团体等非企业组织在 11 号令的附则中按“参照执行”的方式纳入监管

体系；类似地，境内居民个人仅在通过其控制的境外企业（比较典型的是红筹结构的企业对外投资）或港澳台企业继续向境外投资时参照执行，而境内居民个人的直接对外投资明确不适用 11 号令。

《征求意见稿》第二条则将“境内的企业、其他组织和居民个人”统一纳入投资者范围，其中其他组织包括事业单位、社会团体等非企业组织。这意味着境内居民个人以及事业单位和社会团体等非企业组织均不再是“参照执行”的边缘主体，而是被正式纳入 ODI 监管体系的适格投资者，其权利义务与企业投资者处于同一法律框架下。

值得注意的是，境内居民个人的非敏感类直接投资不论金额大小，均由省级政府发改部门备案；敏感类投资由国家发改委核准。与地方企业按 3 亿美元区分中央和省级备案机关不同，境内居民个人没有金额分档，也未下沉至更低层级。这一设计体现的并非对个人境外投资的普遍放开，而是在将其纳入统一制度后仍保留较为集中的审慎管理。

问题三：居民个人纳入后，37 号文和红筹架构会受到什么影响？

答：有待进一步观察。《征求意见稿》并不替代外汇监管口径的 37 号文，但为个人境外投资增加了发改监管的维度，同时监管层级的设置折射出对自然人境外投资的审慎态度。

此前的很长一段时间，实践中，境内居民个人搭建红筹架构通常依据《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2014〕37 号，下称“37 号文”）办理特殊目的公司外汇登记，37 号文备案也实质上构成了境内居民进行境外投资的通道之一。但 37 号文的核心是特殊目的公司境外投融资及返程投资的外汇管理，并不是境内居民个人开展各类境外直接投资的一般性审批通道，更不当然解决境内居民个人购汇向境外项目出资的问题。

《征求意见稿》将境内居民个人直接列为投资者，并要求其直接开展的非敏感类对外投资向省级发改部门备案；其通过控制的境外主体继续开展非敏感类投资，则应提交境外再投资报告；相关境外主体对境内开展返程投资，也应参照提交报告。这意味着，搭建红筹架构本身也同时受到发改委备案或报告、37 号文登记等多套制度监管。

从政策信号看，省级集中备案、没有最低金额豁免、境外再投资和返程投资报告以及“实质重于形式”原则，均折射出监管部门对境内居民个人跨境资本流动和架构穿透仍持审慎态度，这亦与近期监管实践中对于红筹架构的设立及采用红筹架构的企业境外上市的严格监管口径具有一致性。此外，《征求意见稿》没有规定境内居民个人备案所需材料、资金合法出境路径、存量架构如何衔接，也没有修改现行境外上市备案制度。

对于正在搭建或调整红筹架构的企业，建议在交易初期同步核查创始人境内居民身份、境外主体控制关系、37号文登记状态、境外再投资及返程投资安排，并在协议中为可能新增的发改委手续预留先决条件和时间。

问题四：“大额非敏感类项目”不再设门槛，境外再投资报告将带来哪些变化？

答：11号令项下境外再投资仅覆盖3亿美元及以上项目的“大额非敏感类项目报告”，将被不设金额门槛的“境外再投资报告”取代。所有通过控制的境外主体开展的非敏感类投资，原则上均须提前报告。

11号令第四十二条仅要求投资主体通过其控制的境外企业开展3亿美元及以上非敏感类项目时，在项目实施前向国家发改委提交情况报告；低于3亿美元的间接非敏感类投资没有相应报告义务。《征求意见稿》第十四条删除“大额”门槛，要求投资者通过其控制的境外企业、其他组织开展任何金额的非敏感类对外投资时，在实施投资的20个工作日之前提交境外再投资报告。敏感类间接投资则仍需国家发改委核准。

这项变化有以下实务影响。

第一，金额门槛从3亿美元降为零。这意味着，此前低于3亿美元的境外再投资仅需履行商务部门再投资备案手续，现在亦纳入发改委境外再投资报告范围。

第二，报告的时间节点由笼统的“项目实施前”改为至少提前20个工作日，因此交易排期也需要纳入固定的境内报告窗口，作为必须提前规划的合规义务之一。

第三，报告不再一律报国家发改委，而是参照第十三条的备案分工，

由不同层级的发改部门接收。

第四，境外主体对境内的返程投资也被明确纳入报告范围。

特别需要注意的是，境外再投资报告在法律形式上虽不是核准或备案，《征求意见稿》第四十五条亦规定，报告真实、准确、完整的，即完成报告，但发改部门发现相关活动不符合法律法规和政策时，可以采取第十七条所列监管措施。因此，它虽未必是一项明示的行政许可，却可能形成实质性的事前监管窗口。

问题五：9号令时代的“小路条”是否回归？

答：前期工作情况报告与9号令时代的“小路条”存在相似性，但《征求意见稿》未设置国家发改委出具确认函的程序。

此次《征求意见稿》新增了“前期工作情况报告”制度，让不少人看到了此前境外投资监管框架中“项目信息报告”制度的影子。事实上，“项目信息报告”（即俗称的“小路条”）在我国境外投资监管制度中几经演变。在11号令之前，发改委规范境外投资的《境外投资项目核准和备案管理办法》（以下简称“9号令”）曾要求，中方投资额3亿美元及以上的境外收购或竞标项目，在对外签署约束性协议、提出约束性报价、向外国政府提出审查申请或正式投标前报送项目信息报告；同时，国家发改委对符合政策的项目在7个工作日内出具确认函。

在强调简化审批的11号令时代，“小路条”制度在11号令框架下被取消。但《征求意见稿》第四十一条规定，中方投资额1亿美元及以上，或者关乎我国与有关国家外交关系的对外投资，应当在开展重要前期工作的10个工作日之前提交前期工作情况报告。所谓重要前期工作包括向外国政府作出投资承诺、签署投资协议或类似文件，以及其他可能影响外交关系的前期工作。与9号令相比，新制度不再限于收购或竞标，且加入定性标准；《征求意见稿》仅要求信息告知，并未规定确认函或收悉函，但与小路条在制度上仍然具有一定程度的相似性。此外，实践中是否会通过某种形式（例如在申报系统中设置流程等方式）对前期工作情况报告予以确认，仍有待后续实操检验。

总体而言，这一制度的回归有其现实背景。近年来，部分中国企业在境外投资中存在以技术转让换取市场准入、以投资承诺换取东道国审批的做法。一旦后续发生征收、歧视性措施或其他需要投资保护的情形，中国主管机关因事前不掌握企业对外方政府作出的投资承诺内容，在外交交涉和权益保护中可能处于被动地位。前期工作情况报告制度的设立，正是为了使监管部门能够及时掌握重大对外投资的前期承诺和协议安排，为后续的海外利益保护储备信息基础。

问题六：核准、备案和各类报告的主要时限有哪些变化？

答：核准程序的主要期限基本延续 11 号令；备案程序新增延长和评估机制，同时多个信息报告节点则被调整。

具体而言，《征求意见稿》与 11 号令相比在核准、备案和报告的主要程序时限如下：

事项	11 号令	《征求意见稿》	主要变化
核准申请补正	5 个工作日内一次告知	相同	无实质变化
其他部门征求意见	7 个工作日	相同	无实质变化，逾期仍视为同意
核准决定	20 个工作日；可延长 10 日	相同	评估时间均不计入
咨询评估	4 个工作日内委托；30 个工作日，复杂可延长 60 个工作日	相同	无实质变化
备案决定	7 个工作日	7 个工作日；复杂或需征求意见可延长 7 个工作日	最长可至 14 个工作日，评估时间另计
境外再投资报告	≥ 3 亿美元项目实施前	所有金额项目实施前 20 个工作日	门槛取消并设固定提前期
前期工作报告	无	重要前期工作前 10 个工作日	新增
完成 / 终止报告	完成后 20 个工作日	完成或终止后 10 个工作日	期限缩短并新增终止情形
重大不利情况	发生后 5 个工作日	立即报告	显著收紧
年度报告	无	每年 3 月 31 日前	新增

此外，核准文件和备案通知书的 2 年有效期，以及核准延期 20 个工作日、备案延期 7 个工作日的办理期限基本维持不变。值得关注的是，《征求意见稿》规定，备案机关可以参照核准程序征求意见并委托评估；评估时间不计入备案时限。因此，对于复杂项目，实际备案周期可能明显超过

14 个工作日。已核准或备案事项发生重大变化时，投资者还须在变化发生前提出申请并“完成”变更手续，前置要求较 11 号令更为明确。

问题七：对外投资安全审查和新增监管措施如何与核准、备案并行？

答：安全审查不会取代发改委核准或备案，而是可能叠加适用的独立审查维度；《征求意见稿》主要作制度衔接，并未规定触发标准、申报程序和审查期限。

《征求意见稿》第十五条沿用 837 号令的基本表述：对影响或者可能影响国家安全的对外投资，以及相关资产、权益的转让、处分，按规定进行境外投资安全审查。有关组织和个人应配合审查并遵守审查决定。837 号令明确由国务院投资主管部门、商务主管部门会同其他有关部门开展安全审查；但本次《征求意见稿》本身没有进一步规定申报主体、触发门槛、审查阶段、期限或救济机制，相关细节仍需另行制定配套规则。

安全审查与核准备案解决的问题并不相同。核准或备案主要判断对外投资是否符合境内投资管理政策；安全审查则聚焦交易是否影响或可能影响国家安全。尤其体现在其审查对象不仅包括最初的对外投资，也包括投资完成后相关境外资产和权益的转让、处分。因此，中国企业出售境外子公司、境外关键资产或在境外架构层面进行控制权变更，也可能需要单独评估安全审查风险。

对于可能涉及敏感技术、重要数据、关键基础设施、战略性资源或境外重大资产处置的交易，建议在签署前同时完成核准备案、出口管制、数据出境和安全审查的路径分析，并在交易文件中配置相应先决条件、信息协助义务、长停日及监管结果导致的调整或退出机制。

问题八：新增对外投资保护专章和年度报告制度，将产生哪些实务影响？

答：保护并非完全从无到有：11 号令已有海外利益保护、风险提示和重大不利情况报告。此次修订的实质在于将相关制度独立成章，并新增年度报告和请求型保护措施，形成“持续报告—风险识别—保护响应”的机制。

《征求意见稿》新增第四章“对外投资保护”专章，集中规定中国企

业海外利益安全保护、投资者风险防控、重大不利情况报告及与年度报告制度，在强化投资者持续风险管理义务的同时，也为投资者遭受境外歧视性措施或权益不合理限制时请求主管部门采取保护措施进一步明确制度依据。

具体而言，《征求意见稿》第五十四条要求投资者在每年3月31日前，通过网络系统报告截至上年末的对外投资信息。这将使发改部门除掌握项目层面的事前和完成信息外，还能够持续了解存量境外权益及其变化。未按规定提交年度报告的，适用第六十三条：发改部门先责令限期改正；情节严重或逾期不改正的，可以对投资者及有关责任人警告或通报批评。条文并未为单纯漏报年度报告设置罚款。

上述年度报告制度还与保护措施相连接。如受到外国组织、个人的歧视性措施影响，或被不合理剥夺、限制，应投资者请求，投资者可以在提交对外投资信息年度报告时同时主动向发改部门告知在境外遭受歧视性措施的情况并寻求国家发改委的帮助，国家发改委可以在职责范围内采取禁止或限制有关外国主体在境内投资、禁止或限制境内主体与其交易合作等措施。第五十五条另授权国家发改委针对国家、地区或国际组织违反国际法和国际关系基本准则采取的歧视性措施依法作出回应。

需要说明的是，对于侵害我国投资者海外合法投资权益的行为，国务院有关部门可采取的反制手段远不止于此。根据《国务院关于对外投资的规定》，国务院有关部门的反制工具箱包括但不限于，依照《中华人民共和国反外国制裁法》等规定，决定将直接或者间接参与制定、决定、实施前款规定的歧视性禁止、限制或者其他类似措施的组织、个人列入反制清单，采取相应的措施，禁止或者限制其从事与我国有关的进出口活动，禁止或者限制相关人员、产品、交通运输工具等入境，取消或者限制相关人员在中国境内工作、停留或者居留资格等措施。特别需要指出的是，有关措施可以适用于外国组织、个人实际控制或者参与设立、运营的组织。

此外，重大不利情况由“发生后5个工作日内”改为“立即”报告，并新增两类情形：外方要求提供技术、数据，或要求转让、处分相关资产、权益，且由此威胁或损害我国国家利益和国家安全。年度报告和即时报告由此成为投资者请求保护、主管部门识别风险的重要信息入口。

还需要注意的是，保护措施具有行政和政策工具属性，并不当然替代投资者在合同、仲裁、诉讼、投资协定或政治风险保险项下的私法救济。投资者仍需在境外投资的日常经营管理中保存外方歧视性措施、资产剥夺或不合理限制的证据，并评估是否及何时向国家发改委提出保护请求。

问题九：法律责任是否显著加强？

答：是。法律责任并非首次出现，但监管后果由以警告、责令改正为主，升级为与投资额挂钩的罚款、违法所得没收、资产处分、资格限制、信用惩戒和个人责任的组合。

主要违法情形及后果可以概括如下：

违法情形	对投资者的主要后果	个人 / 持续性后果
投资国家禁止的对外投资	停止投资、限期处分股份或资产、没收违法所得；拒不执行的，罚中方投资额 5‰—10‰	主管人员及其他直接责任人员罚 5 万—10 万元
未核准 / 备案，或以虚假材料、隐瞒信息申请	不予受理 / 核准 / 备案、责令改正、没收违法所得并罚 1‰—5‰；拒不改正的，停止投资、限期处分并罚 5‰—10‰	主管人员及其他直接责任人员罚 2 万—5 万元
以贿赂、欺骗等取得核准 / 备案	撤销文件、没收违法所得并罚 1‰—5‰；已投资的，停止投资、限期处分并罚 5‰—10‰	主管人员及其他直接责任人员罚 2 万—5 万元
未履行再投资、前期、完成 / 终止、重大不利或年度报告	先责令限期改正；情节严重或逾期不改正的，警告或通报批评	暂无按投资额罚款，但可能形成信用记录

对于上述前三类严重违法行为，核准、备案机关还可以自处罚决定生效之日起 3 年内不受理违法行为人的核准备案申请，或者禁止其在 1 年以上 3 年以下从事对外投资。违法违规信息将纳入全国信用信息共享平台、“信用中国”等并实施联合惩戒。对外投资损害国家利益和国家安全的，还可能被责令停止、改正并采取补救措施；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

此外，《征求意见稿》中的法律责任链条也延伸至为投资行为提供服务的金融企业和专业服务机构。金融企业为未履行核准、备案或境外再投资报告的投资办理资金结算、融资、担保，可能被通报并由金融管理部门采取监管措施。专业服务机构明知或应知投资者违规仍提供服务，或者出

具的报告、意见、证明文件存在隐瞒、虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，也可能被通报并移交其监管部门处理。对律师事务所、会计师事务所及顾问机构而言，ODI 申报文件的事实核验和责任边界需要相应升级。

问题十：除上述制度变化外，还有哪些程序细节值得关注？

答：除核准、备案、信息报告和责任制度外，《征求意见稿》还在金融市场投资、补报更正、共同投资申报、撤销和变更、线上办理以及穿透认定等方面作出细化，部分变化会直接影响交易结构和时间安排。

第一，通过 QDII、港股通、跨境理财通等渠道开展境外金融市场投资，原则上不适用核准、备案和报告要求；但投资后取得控制权，或投资者单独或者与一致行动人合计持股、表决权比例达到 10% 的整数倍等情形，仍重新落入监管范围。实践中，不能仅因交易通过二级市场或资管通道完成就当然视为豁免，仍需核对控制权和持股比例变化。

第二，未报、错报或者漏报的信息可以补报或更正，但补正本身不消除既有违规状态，也不妨碍发改部门采取监管措施。发现信息缺口后，投资者应同步评估是否涉及核准、备案、报告及后续资金安排，而不宜仅作技术性更正。但需要指出的是，在实操中，在补报后是否会被批准、是否缓释法律责任、以及对《征求意见稿》生效前的存量投资是否允许补报，仍有待在实操中检验。

第三，共同投资各方投资额相等时，申报主体须由各方“书面”协商一致。联合收购、财团竞标等交易应在联合投资协议中明确申报主体、信息提供和配合义务，并使该安排与各方的实际出资额保持一致。

第四，核准、备案机关可以撤销有关文件的情形被具体列举，包括工作人员滥用职权或玩忽职守、超越法定职权、违反法定程序，以及对不符合条件的投资予以核准或备案。投资者除关注自身申报真实性外，也需评估审批程序瑕疵对交易确定性的影响。

第五，已核准或备案事项发生重大变化时，投资者须在变化发生前提出变更申请并“完成”变更手续，前置要求较 11 号令更为明确。交易文件宜将重大变更与监管手续联动，避免在增减投资者、调整投资地点、规模

或金额后才补办变更。

第六，投资者通过网络系统履行手续由 11 号令的“可以”改为“应当”，核准、备案及各类报告将进一步线上化。企业应提前落实账号权限、内部填报责任和材料留档，避免因系统操作或内部授权影响法定时限。

第七，第七十一条新增“实质重于形式”原则，为穿透识别投资者、控制关系、中方投资额和间接投资提供明确依据。复杂基金、协议控制、代持或多层境外架构不能仅按形式上的持股比例判断是否触发核准、备案或报告。

总结与展望

概言之，《征求意见稿》在延续 11 号令确立的核准与备案相结合的核心监管框架的基础上，通过扩大投资主体范围、完善信息报告体系、强化监管措施和法律责任、新增对外投资保护机制等方式，对中国 ODI 监管体系进行了一次系统性的升级。其核心导向可以概括为：主体全覆盖、监管全过程、处罚全链条、保护全方位。

对于正在或即将开展境外投资的企业和个人而言，《征求意见稿》的施行将要求其重新审视并升级内部合规管理体系，特别是在自然人投资路径规划、境外再投资报告、前期工作情况报告、年度报告以及中介机构合规责任等方面，需要提前做好准备。尤其需要注意的是，《征求意见稿》没有设置专门的过渡条款，仅规定新办法施行时 11 号令同时废止，因此，对于目前正在推进的项目，要考虑到《征求意见稿》可能正式实施的影响，对于使用 11 号令及《征求意见稿》可能产生不同影响的项目，建议在项目谈判和评估中做好两手准备，在交易文件中预留适用规则变化、补充申报的空间。

关于新旧规则的衔接适用，需要提示的是，根据“法不溯及既往”的一般原则，本《征求意见稿》正式施行后原则上不溯及既往：投资者在施行前已按照 11 号令履行核准或备案手续并已实施的投资，通常无需仅因新规施行而重新办理核准或备案。但需要特别留意的是，新规项下的持续性报告义务，尤其是覆盖“截至上年末的对外投资有关信息”的年度报告制度，可能对存量境外投资产生衔接适用的要求，具体处理有待正式文本及配套

规则明确，我们将持续跟进正式文本及实操中关于存量项目合规的过渡性安排。

最后，仍然要强调的是，《征求意见稿》目前仍处于征求意见阶段，正式文本及配套表单可能进一步调整。我们将持续关注立法进展，并及时就相关重点问题提供更新。

文章来源：方达律师事务所公众号

私募基金募集新规征求意见稿要点解读

2023 年，国务院发布《私募投资基金监督管理条例》（“《私募条例》”），私募基金监管的行政法规层级从此正式确立，并以此为基础逐步构建以《私募条例》为核心、中国证券监督管理委员会（“证监会”）部门规章及规范性文件为配套、中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）自律规则为补充的“1+N+X”私募基金监管制度体系。

近期，证监会就《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》（“《募集办法征求意见稿》”）公开征求意见，拟专门就私募基金募集环节的行为规范作出细化规定。募集环节历来是私募基金合规与争议高发地带，此前主要依据基金业协会 2016 年发布的《私募投资基金募集行为管理办法》（“《2016 年募集办法》”或“现行募集办法”）及其他相关监管规则进行管理。此次拟由证监会以部门规章形式专门就募集行为制定行政监管规则，是前述“1+N+X”制度体系在募集环节的进一步落地，也意味着募集行为监管层级和力度的显著提升。

与此同时，我们也注意到，证监会此前已就《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》（“《私募办法征求意见稿》”）公开征求过意见，该稿系对《私募条例》的全面配套细化规则，其中第四章“合格投资者”及第五章“资金募集”与本次《募集办法征求意见稿》在募集环节的规则安排上存在密切关联，亦有部分内容在本次《募集办法征求意见稿》中有所调整或取舍，值得关注。

我们就本次《募集办法征求意见稿》进行了梳理，下文将从如下几个部分进行解读和分析：

- 《募集办法征求意见稿》的立法背景及其体现的监管方向；
- 《募集办法征求意见稿》与现行《2016 年募集办法》及其他募集相关规则的对比，重点梳理修改内容；
- 《募集办法征求意见稿》与《私募办法征求意见稿》中募集相关内容的吸纳与取舍；
- 我们对《募集办法征求意见稿》的初步建议。

一、《募集办法征求意见稿》的立法背景及监管方向

（一）起草背景

根据证监会发布的立法说明，2012年《中华人民共和国证券投资基金法》（“《证券投资基金法》”）确立了私募证券基金向合格投资者非公开募集的原则性要求，2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》明确了私募基金合格投资者标准以及适当性管理、风险揭示等基本要求，2023年《私募条例》对私募证券基金、私募股权基金募集行为进行了规范。但总体而言，相关规定较为原则，缺乏细化监管安排，在行政规则层面缺少专门规则衔接，针对募集行为这一关键环节规范不足。为贯彻落实党中央、国务院关于金融监管工作的部署，细化《证券投资基金法》《私募条例》要求，对募集活动进行全面规范，进一步压实私募基金管理人及相关主体责任，强化募集行为监管，证监会在系统总结近年监管实践的基础上研究起草了《募集办法征求意见稿》。

（二）监管方向

《募集办法征求意见稿》共七章四十五条，主要内容包括：明确募集业务原则、细化行为规范；完善合格投资者认定标准；明确资金募集过程和监管要求；完善保障募集资金安全机制；明确监督管理和法律责任。从上述安排可以看出，本次《募集办法征求意见稿》在以下几个方面体现出鲜明的监管导向：

贯彻“卖者尽责、买者自负”原则。《募集办法征求意见稿》将“卖者尽责、买者自负”的基本原则贯穿始终，明确私募基金管理人、私募基金销售机构应当严格履行适当性管理义务，全面、真实、准确揭示私募基金特征及风险；私募基金投资者应当充分了解私募基金投资信息和风险特征，根据自身风险承担能力自主、审慎决策；

明确募集主体范围，堵住变相募集渠道。《募集办法征求意见稿》明确私募基金管理人应当自行募集资金或者委托具有基金销售业务资格的机构募集资金，严禁通过其他机构或者个人募集资金；前述要求亦是对《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（“《若干规定》”）中有关不得委托不具有基金销售业务资格的单位或者个人从事资金募集活动等既有监

管要求的进一步整合和细化，并在本次专门募集监管规则中予以集中明确。

细化禁止性行为，严禁保本保收益、虚假宣传。《募集办法征求意见稿》细化了《私募条例》关于私募基金管理人、私募基金销售机构及其从业人员在募集过程中的禁止性行为，严禁开展任何形式的保本保收益、诱导性宣传、虚假宣传等违法行为；

完善合格投资者认定标准，强化穿透监管。《募集办法征求意见稿》明确合格投资者资产规模、收入水平和投资经历等认定标准，在尊重行业实践的基础上结合监管导向对部分标准进行优化，同时将满足一定条件的专业机构投资者、特定机构的高级管理人员等作为合格投资者，并在穿透核查、投资要求、管理安排等方面给予适当差异化安排；同时强化穿透监管要求，明确私募基金管理人、私募基金销售机构应当穿透核查合格投资者标准和人数要求；针对投向不动产项目公司股权、单一标的、境外资产、场外衍生品等特殊情形的私募基金，为防控风险，对自然人投资者的投资经历、家庭金融资产和家庭金融净资产提出更高要求；

细化募集全流程规范，强化留痕要求。《募集办法征求意见稿》明确私募基金募集包括投资者适当性评估与匹配、产品推介、风险揭示、合格投资者确认和基金合同签署等全过程，并针对每一环节作出规范；压实私募基金管理人、私募基金销售机构适当性管理义务与风险揭示义务；细化募集文件要求；并明确自然人投资者录音、录像要求，强化募集过程留痕安排，同时考虑自然人投资者风险识别能力和承受能力不同，符合一定条件的自然人投资者经特别风险揭示可以豁免相关要求；

完善募集资金安全保障机制。《募集办法征求意见稿》明确私募基金管理人、私募基金销售机构开立募集结算专用账户的要求，为资金独立性提供基本保障；并结合行业实践，由专门的募集结算资金监督机构对专用账户财产进行监督，建立健全对账机制；

强化内控与委托管理要求，衔接法律责任。《募集办法征求意见稿》加强对私募基金管理人合规风控管理和财务管理等内控制度建设的要求，完善对私募基金销售机构委托管理要求，明确各方依法依规履行职责；同时按照《证券投资基金法》《私募条例》等法律法规要求，明确证监会及

其派出机构可以采取的监管措施、行政处罚要求，对资金募集过程中违反法律法规的严重违法行为依法予以严厉打击。

二、《募集办法征求意见稿》与现行募集相关规则的对比及主要变化

阅读提示：以下先以总览表呈现本次规则的主要变化，再逐项列示相关规则原文及简要分析。规则引文为与比较事项直接相关的条文节选。

比较事项	变化类型	主要变化
适用主体及募集渠道	细化	募集主体仍限于管理人自行募集或委托持牌销售机构募集；进一步细化委托合同内容，并重申管理人责任不因委托而免除。
合格投资者标准及差异化安排	收紧	自然人新增投资经历要求，资产标准调整为家庭口径；特殊风险产品设置更高门槛，员工跟投改为单独规则。
穿透核查及合格投资者实质核验	细化	穿透核查规则进一步体系化；对部分免穿透产品仍要求识别实际投资者及最终资金来源，并强化证明材料核验。
投资者适当性管理及风险匹配	收紧	将刚性风险匹配要求扩展至各类私募基金，征求意见稿未保留普通投资者坚持购买高风险产品的例外。
募集程序及留痕安排	局部放宽	保留冷静期、回访确认机制但不再规定统一时长；新增自然人关键环节录音录像，并为特定高门槛自然人设置豁免。 此外，未延续现行规则下针对特定合格投资者的相关募集程序豁免安排。
募集文件及推介材料	细化	募集文件从以推介材料为重点，扩展为推介材料、风险揭示书、投资者承诺书和基金合同等完整文件体系。
禁止性行为	细化	延续公开募集、保本保收益和虚假宣传禁令，并新增代持募集、借托管人名义宣传及变相设立募集机构等禁止行为。
互联网平台推介	细化	互联网推介限于管理人或销售机构的自营平台，并仅能面向已完成特定对象确认和适当性评估的投资者。
募集结算资金监督机制	调整	延续专用账户制度并细化监督机构及对账职责；份额转让资金纳入专户，正文未再沿用监督机构“连带责任”表述。
内控管理要求	新增	新增覆盖制度、人员、考核、独立合规审查和投诉处理的系统性募集合规内控要求。
资料保存期限及法律责任	强化	募集资料保存期限由基金清算终止后不少于10年延长至清算结束后不少于20年；责任机制由自律处分进一步上升至行政监管和处罚。

（一）适用主体及募集渠道

【细化】核心变化：募集主体仍限于管理人自行募集或委托持牌销售机构募集；进一步细化委托合同内容，并重申管理人责任不因委托而免除。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第二条： “在中国证券投资基金业协会办理私募基金管理人登记的机构可以自行募集其设立的私募基金，在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中国基金业协会会员的机构可以受私募基金管理人的委托募集私募基金。其他任何机构和个人不得从事私募基金的募集活动。” 第七条： “委托基金销售机构募集私募基金的，不得因委托募集免除私募基金管理人依法承担的责任。”	《募集办法征求意见稿》第十二条： “私募基金应当由私募基金管理人自行募集，或者由私募基金管理人委托取得基金销售业务资格的机构等符合中国证监会规定的私募基金销售机构代为募集。 私募基金管理人委托私募基金销售机构代为募集的，私募基金管理人依法应当承担的职责不因委托而免除。” 第十三条进一步列明委托合同应包括代为募集的职责义务、投资者资料和交易记录保存移交、资金交收、信息查询及纠纷处理等事项。 第三十四条进一步明确不得通过委托或者签署中介合同等方式变相委托不具有私募基金销售业务资格的机构或者个人募集资金，也不得将招募说明书等募集文件提供或者变相提供给无委托关系的第三方使用。

简要分析：本次变化主要是规则层级提升和委托管理要求细化。管理人应结合实际服务内容审查咨询、中介等合作安排；如实质上由无资质第三方开展募集，不能仅凭合同名称排除合规风险，还应同步审查募集文件的对外提供及使用权限。实践中，销售机构基于客户关系维护、数据及个人信息保护等考虑，对投资者身份资料及交易信息的完整移交可能较为审慎；在相关资料“保存、移交”被明确纳入监管要求后，能否有效改善管理人与销售机构之间的信息衔接，以及资料移交的具体范围、方式和合规边界，值得后续关注。

（二）合格投资者标准及差异化安排

【收紧】核心变化：自然人新增投资经历要求，资产标准调整为家庭口径；特殊风险产品设置更高门槛，员工跟投改为单独规则。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《私募投资基金监督管理暂行办法》第十二条： “私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于 1000 万元的单位；（二）金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。” 《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条及《2016 年募集办法》第三十二条将投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员列为当然合格投资者。	《募集办法征求意见稿》第五条及第八条： “符合下列条件的个人可以认定为合格投资者： （一）具有二年以上证券、基金、期货、股权等投资经历，或者担任本办法第六条第一项规定机构（特定金融机构）的高级管理人员；（二）家庭金融资产不低于 500 万元，或者家庭金融资产净值不低于 300 万元，或者近三年本人年均收入不低于 50 万元；（三）投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元，且首期实缴金额不低于 100 万元；（四）具备相应风险识别能力和风险承受能力。” “符合下列条件的单位可以认定为合格投资者： （一）最近一年末净资产不低于 1000 万元的法人； （二）投资金额符合本办法第八条的规定（投资金额及首期实缴金额不低于 100 万元）；（三）具备相应风险识别能力和风险承受能力。” 第七条要求特殊风险产品的自然人投资者具有四年以上投资经历，且家庭金融资产不低于 1000 万元、家庭金融资产净值不低于 600 万元。 第九条【员工跟投制度】私募基金管理人可以对其管理的私募基金建立员工跟投管理制度，根据私募基金、员工等情形，自行设置投资金额。跟投员工应当为该私募基金管理人中从事投资、研究、交易或者风险管理工作的专职从业人员，且其家庭金融资产净值不低于 100 万元。

简要分析：一般自然人标准在投资经历和资产认定口径上均有调整；特殊风险产品明显加严。就单位合格投资者而言，《私募投资基金监督管理暂行办法》使用“单位”表述，而《募集办法征求意见稿》进一步限定为“法人”，从文义上看合格投资者范围有所收窄，合伙企业等非法人组织能否依据该条认定为合格投资者，仍有待进一步明确。员工不再视为当

然合格投资者，其跟投虽保留差异化安排，但适用人员范围和家庭金融资产条件更明确。另外，结合《募集办法征求意见稿》第九条针对员工跟投作出的“自行设置投资金额”特别规定，其是否构成对《募集办法征求意见稿》第八条最低投资金额要求的例外，仍有待进一步明确。

就现行规则下通常被视为“当然合格投资者”的类型，《募集办法征求意见稿》就该范围在一定程度上吸收了《证券期货投资者适当性管理办法》关于专业投资者的分类；另一方面，不再将投资于所管理私募基金的私募基金管理人从业人员纳入该类投资者范围，而是另行设置员工跟投制度。同时，与现行规则有所不同的是，原“当然合格投资者”无需满足最低投资金额要求，《募集办法征求意见稿》则要求特定合格投资者具备相应风险识别和承担能力，并满足单只基金投资金额及首期实缴金额均不低于100万元的要求。

（三）穿透核查及合格投资者实质核验

【细化】核心变化：穿透核查规则进一步体系化；对部分免穿透产品仍要求识别实际投资者及最终资金来源，并强化证明材料核验。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条： “以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于私募基金的，私募基金管理人或者私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。但是，符合本条第（一）（社会保障基金、企业年金等养老金，慈善基金等社会公益基金）、（二）（依法设立并在基金业协会备案的投资计划）、（四）（中国证监会规定的其他投资者）项规定的投资者投资私募基金的，不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。” 《2016年募集办法》第二十七条： “募集机构应当要求投资者提供必要的资产证明文件或收入证明。募集机构应当合理审慎地审查投资者是否符合私募基金合格投资者标准……”	《募集办法征求意见稿》第十一条： “对于以合同、特别法人¹¹等形式汇集多个投资者的资金，直接或者间接投资于私募基金的，私募基金管理人、私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并以最终穿透人数合并计算投资者人数。” “但对该条第二项（受监管金融机构发行的资管产品）和第四项（已备案私募基金）规定的投资者，应当采取合理必要方式，识别其实际投资者与最终资金来源。” 第二十三条要求核实银行流水、资产证明、税务、社保、征信或者审计报告等合理必要信息。

简要分析：继续延续穿透核查要求；豁免特定合格投资者的穿透核查和人数合并，但对其中受监管金融机构发行的资产管理产品及已备案私募基金，新增要求管理人、销售机构采取合理必要方式识别其实际投资者与最终资金来源。该项义务的具体核查深度、证明材料要求以及多层嵌套情形下的可操作性，仍有待后续监管实践进一步明确。除穿透核查外，《募集办法征求意见稿》还明显强化了对合格投资者资格的实质核验。此外，在私募基金募集场景下，何种特别法人构成“汇集多个投资者资金”的投资载体以及相应穿透核查边界，仍有待进一步明确。

（四）投资者适当性管理及风险匹配

【收紧】核心变化：将刚性风险匹配要求扩展至各类私募基金，《募集办法征求意见稿》未保留普通投资者坚持购买高风险产品的例外。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第二十一条： “募集机构应当根据私募基金的风险类型和评级结果，向投资者推介与其风险识别能力和风险承受能力相匹配的私募基金。” 《证券期货投资者适当性管理办法》第十九条： “普通投资者主动要求购买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。”	《募集办法征求意见稿》第十九条： “私募基金管理人、私募基金销售机构仅能向通过适当性评估的投资者推介与其风险识别能力和风险承受能力匹配的私募基金，不得向投资者推介或者误导投资者认申购高于其风险识别能力和风险承担能力的私募基金。”

简要分析：《募集办法征求意见稿》体现了更严格的刚性匹配要求。此前 2024 年《私募证券投资基金运作指引》率先强化了私募证券投资基金的风险匹配要求，明确私募证券投资基金投资者风险评级不得低于基金风险等级；如后续《募集办法征求意见稿》正式实施，刚性匹配将同步适用于私募股权投资基金及创业投资基金等。

（五）募集程序及留痕安排

【局部放宽】核心变化：保留冷静期、回访确认机制但不再规定统一时长；新增自然人关键环节录音录像，并为特定高门槛自然人设置豁免。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第十五条： “私募基金募集应当履行下列程序：（一）特定对象确定；（二）投资者适当性匹配；（三）基金风险揭示；（四）合格投资者确认；（五）投资冷静期；（六）回访确认。” 第二十九条规定私募证券投资基金合同应当约定不少于二十四小时的投资冷静期，私募股权投资基金、创业投资基金等其他私募基金合同关于投资冷静期的约定可以参照前款对私募证券投资基金的相关要求，也可以自行约定；第三十条、第三十一条规定回访确认及回访成功前的解除、资金划转限制。	《募集办法征求意见稿》第二十九条： “私募基金管理人、私募基金销售机构向自然人募集资金，应当……对风险揭示、基金合同签署等行为进行录音或者录像，并建立健全回访确认和投资冷静期机制。” “符合本办法第七条规定的自然人投资者，经特别风险揭示并经投资者签字确认后……可以不设置录音、录像、回访确认或者冷静期安排等。”

简要分析：新规由统一程序时长转向关键行为留痕和差异化安排。

在除冷静期及回访之外的其他募集程序方面，《募集办法征求意见稿》亦调整了对特定投资者的豁免安排。《2016年募集办法》对于社会保障基金、企业年金等养老基金、慈善基金等社会公益基金、备案私募基金、受监管金融产品以及投资于所管理基金的管理人及其从业人员，明确豁免特定对象确定、投资者适当性匹配、风险揭示、合格投资者确认、投资冷静期及回访确认等多项募集程序，并对专业投资机构给予部分程序豁免。本次《募集办法征求意见稿》未再针对第六条规定的特定合格投资者设置类似的整体募集程序豁免，现行规则下针对该类投资者的整体募集程序豁免安排未予延续。

（六）募集文件及推介材料

【细化】核心变化：募集文件从以推介材料为重点，扩展为推介材料、风险揭示书、投资者承诺书和基金合同等完整文件体系。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第二十二条： “私募基金推介材料应由私募基金管理人制作并使用。私募基金管理人应当对私募基金推介材料内容的真实性、完整性、准确性负责。” 第二十三条进一步列举推介材料应当包含的十五项内容。	《募集办法征求意见稿》第十四条： “私募基金管理人应当制作募集文件，并确保文件真实、准确、完整。募集文件应当包括：（一）私募基金招募说明书等推介材料；（二）私募基金风险揭示书；（三）投资者承诺书；（四）基金合同；（五）中国证监会规定的其他募集文件。”

简要分析：募集文件的范围从单一的推介材料扩展为推介材料、风险揭示书、投资者承诺书、基金合同四类文件的完整体系，并对每类文件的必备内容分别作出规定，文件体系更为完整和规范。

（七）禁止性行为

【细化】核心变化：延续公开募集、保本保收益和虚假宣传禁令，并新增代持募集、借托管人名义宣传及变相设立募集机构等禁止行为。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第二十四条： “募集机构及其从业人员推介私募基金时，禁止有以下行为：（一）公开推介或者变相公开推介；（二）推介材料虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；（三）以任何方式承诺投资者资金不受损失，或者以任何方式承诺投资者最低收益，包括宣传‘预期收益’、‘预计收益’、‘预测投资业绩’等相关内容……”	《募集办法征求意见稿》第十五条新增禁止： “（二）向为他人代持的投资者募集资金或者转让私募基金份额；” “（四）以私募基金托管人名义宣传推介；” “（七）私募基金管理人以从事资金募集业务活动为目的设立或者变相设立子公司、分支机构；” 并规定管理人的股东、合伙人、实际控制人及其他关联方不得从事或者变相从事所列行为。

简要分析：禁止行为覆盖面从管理人、销售机构及从业人员进一步延伸至关联主体，将此前散落于《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（“《若干规定》”）中的既有监管要求进一步整合和细化，在本次专门募集监管规则中予以集中明确。

（八）互联网平台推介

【细化】核心变化：互联网推介限于管理人或销售机构的自营平台，并仅能面向已完成特定对象确认和适当性评估的投资者。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第二十条： “募集机构通过互联网媒介在线向投资者推介私募基金之前，应当设置在线特定对象确定程序，投资者应承诺其符合合格投资者标准。”	《募集办法征求意见稿》第十八条： “私募基金管理人、私募基金销售机构不得通过互联网平台向不特定对象推介私募基金。” “私募基金管理人、私募基金销售机构可以通过其自营互联网平台向通过适当性评估的投资者推介私募基金。”

简要分析：新增“自营”及“通过适当性评估的投资者”双重限制，第三方平台直接开展产品推介的空间明显收窄。后续仍需关注委托第三方提供底层技术支持时的认定标准。

（九）募集结算资金监督机制

【调整】核心变化：延续专用账户制度并细化监督机构及对账职责；份额转让资金纳入专户，正文未再沿用监督机构“连带责任”表述。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第十三条： “监督机构应当按照法律法规和账户监督协议的约定.....对募集结算资金专用账户实施有效监督，承担保障私募基金募集结算资金划转安全的 连带责任 。” 本办法所称监督机构包括中国证券登记结算有限责任公司、取得基金销售业务资格的商业银行、证券公司以及基金业协会规定的其他机构。	《募集办法征求意见稿》第二十八条规定募集结算资金监督机构由取得基金销售业务资格的商业银行、证券公司担任，并要求建立对账机制。 第二十七条规定： “私募基金募集结算资金归集、 份额转让 、投资者收益分配、赎回给付款项、清算后的剩余财产分配等均应当通过募集结算专用账户进行。” 《募集办法征求意见稿》正文 未再规定 监督机构承担资金划转安全的“ 连带责任 ”。

简要分析：募集结算资金监督机构不再列举中国证券登记结算有限责任公司及基金业协会规定的其他机构；份额转让资金的交收路径被明确纳入募集户管理；未再规定连带责任，可能体现行政监管职责与民事责任认定的区分，不宜直接理解为监督机构责任减轻。

（十）内控管理要求

【新增】核心变化：新增覆盖制度、人员、考核、独立合规审查和投诉处理的系统性募集合规内控要求。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第六条： “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。” 现行办法未设置与本次征求意见稿相同的系统性募集合规内控制度。	《募集办法征求意见稿》第三十条至第三十二条要求建立募集合规风控和财务管理制度，指定专门负责的高级管理人员并配备专业人员；建立培训考核、记录留痕、定期检查、监督问责和投诉处理等机制；并由专门的合规风控人员对募集业务出具合规审查意见。 其中第三十条规定：“不得以销售业绩作为单一考核和奖励指标对募集从业人员进行考核。”

简要分析：管理人需要形成制度、岗位、流程与留痕相互对应的内控闭环，并确保合规审查人员与募集业务负责人、募集人员之间保持独立；且不得以销售业绩作为募集从业人员的单一考核和奖励指标，进一步强化募集人员考核的合规导向。

（十一）资料保存期限及法律责任

【强化】核心变化：募集资料保存期限由基金清算终止后不少于10年延长至清算结束后不少于20年；责任机制由自律处分进一步上升至行政监管和处罚。

现行规则原文（节选）	《募集办法征求意见稿》原文（节选）
《2016年募集办法》第十一条： “募集机构应当妥善保存投资者适当性管理以及其他与私募基金募集业务相关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。” 违反该办法主要承担基金业协会自律处分或纪律处分。	《募集办法征求意见稿》第三十六条： “私募基金管理人，私募基金销售机构应当按照约定和职责分工，制作并妥善保存投资者尽职调查、投资者身份资料和交易记录等相关资料，保存期限自私募基金清算结束之日起不得少于二十年。” 第六章进一步规定责令改正、监管谈话、出具警示函等监管措施，并衔接《私募条例》相关行政处罚。

简要分析：保存期限翻倍，且责任层级明显提升。

三、《募集办法征求意见稿》与《私募办法征求意见稿》募集相关内容的吸纳与取舍

《私募办法征求意见稿》作为对《私募条例》的全面配套细化规则，其第五章“资金募集”（第四十三条至第五十条）以及第四章“合格投资者”（第三十九条至第四十二条）已经对私募基金募集环节的核心规则作出了安排。本次专门出台的《募集办法征求意见稿》在很大程度上承接了《私募办法征求意见稿》的思路框架，同时也结合募集环节的特殊性作出了取舍和细化。

（一）基本吸纳的内容

比较事项	《私募办法征求意见稿》相关规定	《募集办法征求意见稿》的吸纳、调整及影响
募集主体及委托规则	第四十三条规定：“私募基金管理人应当按照规定自行募集资金，或者委托取得基金销售业务资格并符合基金业协会规定条件的私募基金销售机构募集资金。”并要求签署资金募集委托合同、明确双方权利义务。	《募集办法征求意见稿》第十二条、第十三条基本沿用 自行募集/委托募集 的双轨制，并进一步列明委托合同应包括代为募集的职责义务、 投资者资料及交易记录保存移交 、资金交收、信息查询和纠纷处理等事项。 基本吸纳了《私募办法征求意见稿》相关规定并进一步细化。
关联方委托募集	第四十四条规定：“私募基金管理人不得委托与其及其股东、合伙人、实际控制人、从业人员存在关联关系的私募基金销售机构募集资金。”	《募集办法征求意见稿》第三十二条未采取一律禁止方式，而是要求委托与管理人或其股东、合伙人、实际控制人存在关联关系的销售机构时，建立 利益冲突隔离机制 并进行 特别风险揭示 。由“原则禁止”调整为“ 允许但强化隔离和披露 ”。
合格投资者及穿透核查	第三十九条至第四十二条确立了合格投资者人数、资产及收入标准，并规定对以合伙企业、契约等形式汇集资金投资私募基金的，应当穿透核查最终投资者；对特定机构投资者适用穿透及人数计算豁免。	《募集办法征求意见稿》第五条至第十一条 延续上述总体框架 ，但调整自然人收入标准和特定合格投资者范围。对资管产品、备案私募基金 识别实际投资者及最终资金来源 的要求，属于对既有思路的延续，并非首次新增。
募集禁止行为	第五十条规定不得为投资者提供拼凑资金、向不特定对象宣传推介、作出保本保收益承诺、进行虚假或误导性宣传、以登记备案或托管等名义误导宣传，以及使用基金财产支付募集费用等。	《募集办法征求意见稿》第十五条 基本吸收禁止行为清单及主体延伸逻辑 ，并 新增或细化代持募集、以托管人名义宣传 、为募集目的设立或变相设立子公司和分支机构等情形。
自然人募集留痕	第四十九条规定：“私募基金管理人、私募基金销售机构向自然人募集资金的，应当对 募集全过程录音或者录像 ，建立健全回访确认和投资冷静期机制。”	《募集办法征求意见稿》第二十九条将“ 募集全过程录音或者录像 ”调整为对风险揭示、基金合同签署等 关键行为 录音或录像，并 新增 特定高门槛自然人经特别风险揭示后的 豁免 。

（二）未采纳或作出调整的内容

比较事项	《私募办法征求意见稿》相关规定	《募集办法征求意见稿》的吸纳、调整及影响
最低实缴金额	第四十一条按基金类型设置差异化最低实缴金额：私募证券基金、母基金 不低于100万元 ；私募股权基金不低于300万元；部分特殊类型基金不低于500万元。第三十八条另对80%以上财产投向单一标的且存在自然人投资者的基金设置自然人实缴不低于1000万元的要求。	《募集办法征求意见稿》第八条 未采纳 分层实缴标准， 统一规定 投资单只私募基金的金额及首期实缴金额 不低于100万元 ；对特殊风险产品的差异化要求主要体现在 自然人资产和投资经历门槛 。
合格投资者具体标准	第四十条规定普通自然人具有两年以上投资经历，并满足家庭金融资产不低于500万元、家庭金融资产净值不低于300万元或近三年本人年均收入不低于 40万元 之一。第四十二条将政府资金或符合条件的政府资金参与设立的基金列入特定合格投资者范围。	《募集办法征求意见稿》第五条将近三年本人年均收入 提高至50万元 ，并允许特定受监管金融机构高级管理人员以任职经历 替代两年以上投资经历 ；第六条 不再单列 政府资金类投资者。
募集完毕及扩募	第三十三条将“ 募集完毕 ”界定为投资者已签署基金合同并认缴完毕，且均已完成首期实缴出资，单个投资者首期实缴金额和私募基金实缴规模不得低于该办法要求；第三十一条规定符合条件的私募股权基金可以 扩募 。	《募集办法征求意见稿》 未纳入“募集完毕” 的认定标准及 扩募 条件。鉴于相关事项同时涉及基金备案、产品运作及存续期管理，其与《私募办法征求意见稿》后续规则的 衔接仍待明确 。
互联网平台推介	第五十条禁止向不特定对象宣传推介，但规定：“通过设置特定对象确定程序的官网、客户端等互联网媒介向合格投资者进行宣传推介的除外。”未特别强调平台的“ 自营 ”属性。	《募集办法征求意见稿》第十八条明确不得通过互联网平台向不特定对象推介，并 仅允许 通过管理人或销售机构的 自营 互联网平台，向完成 特定对象确认和适当性评估 的投资者推介。对第三方平台直接开展产品推介的限制 进一步收紧 。
募集结算资金监督机构责任	第五章未专门规定募集结算资金监督机构的主体范围、具体监督职责和责任承担，仅在基金备案材料中要求报送募集账户信息及募集账户监督协议。	《募集办法征求意见稿》第三十三条 重新细化 监督机构范围及对账监督职责，但 未沿用 《2016年募集办法》关于资金划转安全“ 连带责任 ”的表述。可能为体现行政监管职责与民事责任承担方式的 区分 ，相关衔接 仍待明确 。

整体来看，《募集办法征求意见稿》与《私募办法征求意见稿》在募集环节的核心规则上高度衔接，体现了证监会在细化《私募条例》配套规则时“分步推进、专章先行”的立法节奏；同时，《募集办法征求意见稿》结合募集环节的实操特点，在委托销售关联方安排、募集金额标准、互联网推介边界等方面作出了更贴合行业实践的差异化调整。

四、我们对《募集办法征求意见稿》的初步建议

基于以上梳理，并结合私募基金募集业务的合规实务经验，我们对本次《募集办法征求意见稿》有以下几点初步建议，供参考：

（一）建议进一步明确合格投资者认定标准及差异化募集程序的衔接与过渡安排

《募集办法征求意见稿》调整了自然人合格投资者的认定标准（新增投资经历年限要求、细化家庭金融资产 / 净资产标准），且与《私募办法征求意见稿》第四十条的标准存在实质差异（如年收入门槛 50 万元与 40 万元的差异）。建议在《募集办法征求意见稿》正式发布时，一并明确（1）“家庭金融资产”与“家庭金融净资产”的认定标准及时点；（2）与《私募条例》标准之间如有差异应如何统一适用；（3）新规实施前已完成合格投资者确认的存量投资者是否需要按新标准重新确认，以及存量基金后续追加投资、份额转让等场景下的适用规则，避免管理人在过渡期内面临双重或冲突标准的执行困境。

此外，现行《2016 年募集办法》对于特定投资者设置了较大范围的募集程序豁免，而本次《募集办法征求意见稿》未再针对第六条规定的特定合格投资者设置类似的整体豁免。考虑到其中相当部分投资者具有较强的专业投资能力和风险识别能力，建议进一步明确该等特定合格投资者是否仍需完整履行适当性评估、风险揭示等募集程序，并结合不同类型投资者的专业程度和风险识别能力，研究设置适当的程序简化或豁免安排。

同时，《募集办法征求意见稿》要求对于特定资产管理产品及备案私募基金采取合理必要方式识别实际投资者及最终资金来源。考虑到实践中可能存在多层产品嵌套，不同层级管理人能够获取的底层投资者信息亦存在差异，建议进一步明确“合理必要方式”“实际投资者”及“最终资金来源”的具体认定标准、核查层级及证明材料要求，并明确管理人已履行合理核查义务但受限于信息获取权限无法进一步取得底层投资者信息时的合规处理方式，避免将相关要求理解为无限穿透核查义务。

另需关注的是，《募集办法征求意见稿》将“以合同、特别法人等形式汇集多个投资者资金”直接或者间接投资于私募基金的情形纳入穿透核

查范围。考虑到“特别法人”在《民法典》中具有特定法律含义，但不同类型特别法人是否以及在何种情形下可能构成前述汇集投资者资金的投资载体尚不明确，建议进一步明确该条所涉主体的具体适用范围及穿透核查边界。

（二）建议细化募集结算资金监督机构的责任边界及监督协议范本

《募集办法征求意见稿》规定的“募集结算资金监督机构”承担对账及监督职责，但正文未如现行《2016年募集办法》一样明确其对资金划转安全承担连带责任。建议监管机构在配套规则或监督协议示范文本中进一步细化：监督机构的法定监督职责及履职标准，包括具体核对义务范围、异常情形下的报告及止付机制、监督机构未尽职责时与私募基金管理人、销售机构之间的责任分担规则，便于市场主体在签署监督协议时合理分配权利义务，减少因责任边界模糊引发的纠纷。

（三）建议明确“自营互联网平台”的认定标准及配套留痕技术要求

《募集办法征求意见稿》要求互联网推介限于私募基金管理人、私募基金销售机构的“自营”互联网平台，自营互联网平台指管理人、销售机构能够完全独立运营并享有完整数据权限的网站、应用程序、小程序、自媒体等。建议进一步明确委托第三方提供底层技术支持等场景下该标准的适用，并同步细化自营互联网平台开展募集活动所需满足的记录留痕、身份核验、访问权限管理等技术标准，便于行业在合规边界清晰的前提下落地互联网化募集渠道。

（四）建议明确自然人特别风险揭示豁免录音录像、回访确认、冷静期安排的具体操作要求

《募集办法征求意见稿》允许符合特定高门槛条件的自然人投资者经特别风险揭示并签字确认后豁免录音录像、回访确认、冷静期安排，但对特别风险揭示的具体内容、签字确认的形式要件、豁免安排是否需要留痕存档等操作细节尚未明确。鉴于该等豁免直接关系到募集程序合规瑕疵的认定及日后争议中管理人的举证责任，建议进一步明确操作指引，避免因标准不清导致管理人在实践中过度谨慎（仍对符合豁免条件的投资者全面适用留痕安排）或适用不当（对不符合条件的投资者错误豁免）。

以上为我们基于目前已公开的《募集办法征求意见稿》及相关立法说明作出的初步解读和建议，仅供参考。由于该办法尚处于公开征求意见阶段，具体条文及监管口径仍可能在正式发布时进一步调整，我们将持续关注后续进展并及时更新解读。

文章来源：汉坤律师事务所公众号

4 会员研究

汉坤律师事务所发布 《汉坤 2025 年度 VC/PE 项目数据分析报告》

2026 年 6 月 30 日 – 汉坤律师事务所（以下简称“汉坤”）于 6 月 29 日正式发布《汉坤 2025 年度 VC/PE 项目数据分析报告》（中文版）（以下简称“报告”）。

报告中，汉坤对 2025 年度协助客户完成交割的约 250 个 VC/PE 投融资项目进行了归纳总结，并对该类项目涉及的投融资架构和关键法律条款进行了逐一分析。同时，汉坤整合了过去九年累积收集的逾 4,300 个 VC/PE 项目数据，通过横向对比呈现出投融资架构和关键法律条款的变化趋势。

第一部分

报告第一部分总结了汉坤 2025 年度参与交割的 VC/PE 项目呈现的几个趋势和特点：

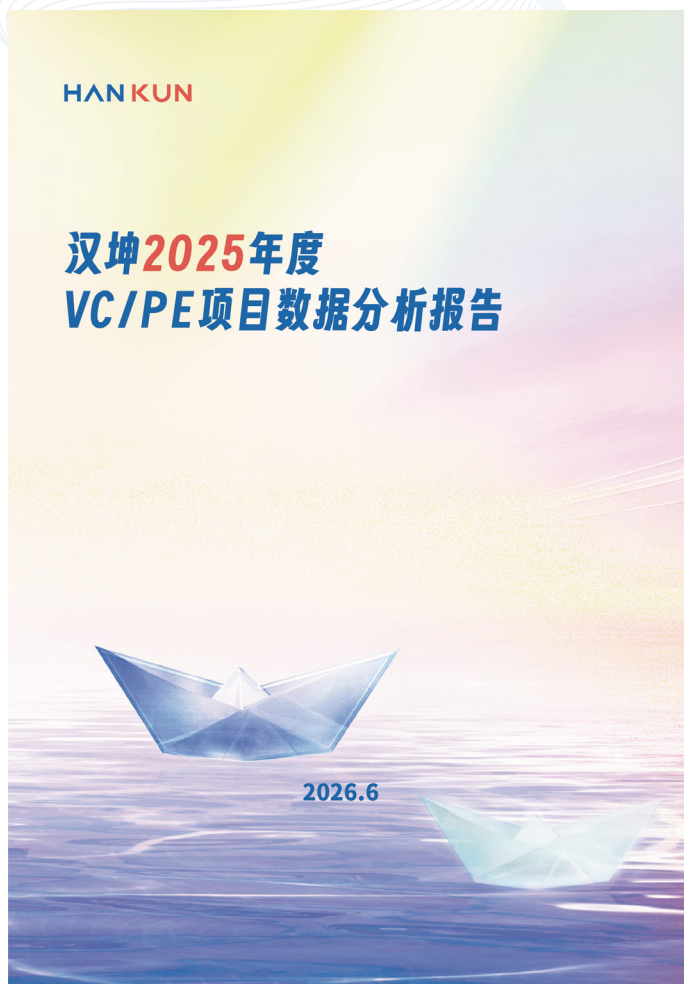
- 交易数量止跌回升，单笔投资均值持续承压
- 采用境内架构的项目比例小幅回落，但纯内资模式继续走热
- 国资 / 政府背景投资人和港股上市公司投资人占比显著
- 苏州和杭州的 VC/PE 市场活跃度持续提升
- 财务投资项目的比例略微升高

第二部分

报告第二部分重点针对 VC/PE 项目中多个关键法律条款进行了梳理和解析，归纳总结近几年的变化趋势。这些条款包括：优先认购权、优先购买权、共同出售权、回购权、反稀释权、领售权、优先分红权、保护性条款、董事委派权、员工股权激励计划、清算优先权、创始股东的限制条款、

创始股东的股权出售、信息权和检查权、陈述与保证的追索期限、赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任、投资人的限制条款、最优惠待遇，及适用法律和争议解决方式。

汉坤已连续十年为大家带来 VC/PE 项目数据分析报告。十年间，汉坤沉淀了超过 4,300 个真实交易的数据样本，见证了市场的波澜起伏与行业的不断更新。《汉坤 2025 年度 VC/PE 项目数据分析报告》不仅是对过往一年交易细节的剖析，更凝聚了汉坤长期积累的实务经验。我们期待这份十年如一日、为大家洞察前路的沉淀之作，能对当下 VC/PE 市场的走向提供有价值的参考。



HAN KUN

目 录

第一部分:前言

01

第二部分:关键条款分析

07

优先认购权	07
优先购买权	09
共同出售权	12
回购权	13
反稀释权	21
领售权	22
优先分红权	25
保护性条款	26
董事委派权	29
员工股权激励计划	31
清算优先权	35
创始股东的限制条款	39
创始股东的股权出售	42
信息权和检查权	43
陈述与保证的追索期限	44
赔偿条款和创始股东的个人赔偿责任	45
投资人的限制条款	47
最优惠待遇	50
有限责任公司的注册资本缴纳	51
适用法律和争议解决方式	51



www.hankunlaw.com

北京·上海·深圳·杭州·武汉·海口·香港·新加坡·纽约·硅谷·伦敦

Beijing · Shanghai · Shenzhen · Hangzhou · Wuhan · Haikou · Hong Kong · Singapore · New York · Silicon Valley · London

©2026 汉坤律师事务所
©2026 Han Kun Law Offices

北京
北京市朝阳区东长安街1号东方广场
C1座08层
邮编: 100738
电话: +86 10 8525 5500
传真: +86 10 8525 5511 / 5522
Email: beijing@hankunlaw.com

杭州
杭州市上城区钱江新城1366号万泰城A幢
17楼4单元401170室-02
邮编: 310009
电话: +86 571 2821 2682
Email: hangzhou@hankunlaw.com

香港
香港中环皇后大道中15号置地广场
普华永道大厦4楼4311-10室
电话: +852 2820 5699
传真: +852 2820 5611
Email: hongkong@hankunlaw.com

硅谷
美国加利福尼亚州帕洛阿尔托市Page Mill路425号2楼200室
邮编: 94306-2075
电话: +1 650 206 7838
Email: siliconvalley@hankunlaw.com

Beijing
5/F, Office Tower C1, Oriental Plaza,
1 East Chang An Ave., Dongcheng District,
Beijing 100738, PRC
Phone: +86 10 8525 5500
Fax: +86 10 8525 5511 / 5522
Email: beijing@hankunlaw.com

Hangzhou
Room 1703-02, The Mac Tower 2 (China Resources
Building Tower A), 1366 Qianjiang Road,
Shangcheng District, Hangzhou
310009, Zhejiang, PRC
Phone: +86 571 2821 2682
Email: hangzhou@hankunlaw.com

Hong Kong
Room 4311, 20-40/F, Gloucester Tower,
The Landmark, 15 Queen's Road Central,
Hong Kong SAR, PRC
Phone: +852 2820 5699
Fax: +852 2820 5611
Email: hongkong@hankunlaw.com

Silicon Valley
425 Page Mill Rd, Ste 200 2nd Floor,
Foster City, CA, USA,
94306-2075
Phone: +1 650 206 7838
Email: siliconvalley@hankunlaw.com

上海
上海市浦东新区陆家嘴环路1000号兴业太古汇
商务楼9楼912室3层3组
邮编: 200041
电话: +86 21 6380 0909
传真: +86 21 6380 0999
Email: shanghai@hankunlaw.com

武汉
武汉市洪山区珞喻路10号群光中心31层
3105-18室
邮编: 430070
电话: +86 27 5937 6200
传真: +86 27 5937 6211
Email: wuhan@hankunlaw.com

新加坡
莱佛士坊148号3-00莱佛士坊一楼1座
邮编: 04816
电话: +65 6813 2999
传真: +65 6813 2998
Email: singapore@hankunlaw.com

伦敦
高维街1号皇家交易交易所大楼12号一楼
邮编: EC3N 3LF
电话: +44 20 8078 9782
Email: info@hankunlondon.co.uk

Shanghai
33/F, 1666 Center Two, HSR Talcoo Hub,
288 Shimmen Road (No. 3), Jing'an
District, Shanghai 200041, PRC
Phone: +86 21 6380 0909
Fax: +86 21 6380 0999
Email: shanghai@hankunlaw.com

Wuhan
Room 3107-18, Chicory Center, 10 Luoyu
Road, Hongshan District, Wuhan 430070,
Hubei, PRC
Phone: +86 27 5937 6200
Fax: +86 27 5937 6211
Email: wuhan@hankunlaw.com

Singapore
1 Raffles Place #5-01, One
Raffles Place Tower 1, Singapore
048616
Phone: +65 6813 2999
Fax: +65 6813 2998
Email: singapore@hankunlaw.com

London
First Floor, 12 Royal Exchange
Buildings, London EC3N 3LF
Phone: +44 20 8078 9782
Email: info@hankunlondon.co.uk

深圳
深圳市福田区中心区红荔路11号康乐建设
广场第三层200室
邮编: 518049
电话: +86 755 3680 6500
传真: +86 755 3680 6599
Email: shenzhen@hankunlaw.com

海口
海口市龙华区滨海大道105号百方广场
A座15楼3003室
邮编: 570109
电话: +86 898 3665 5000
传真: +86 898 3665 5011
Email: haikou@hankunlaw.com

纽约
美国纽约州纽约市莱佛士大道551号1309室
邮编: 10020
电话: +1 646 849 2888
传真: +1 516 960 3080
Email: newyork@hankunlaw.com

Shenzhen
20/F, Kerry Plaza Tower 3, 1-1 Zhongxin Road,
Futian District, Shenzhen 518048,
Guangdong, PRC
Phone: +86 755 3680 6500
Fax: +86 755 3680 6599
Email: shenzhen@hankunlaw.com

Haikou
Room 1505, The Form Plaza Tower A,
105 Binhai Road, Longhua District,
Haikou 570109, Hainan, PRC
Phone: +86 898 3665 5000
Fax: +86 898 3665 5011
Email: haikou@hankunlaw.com

New York
551 Madison Avenue, Suite 1308,
New York, NY 10022, USA
Phone: +1 516 960 3600
Fax: +1 516 960 3080
Email: newyork@hankunlaw.com



识别二维码在线阅读或下载本报告完整 PDF 版本

* 《汉坤 2025 年度 VC/PE 项目数据分析报告》（英文版）将于近期推出，敬请关注。

5 意见领袖

愉悦资本刘二海：中国将迎来算力基础设施建设的浪潮

在日前举行的第二十六届“中国国际贸易投资洽谈会”上，愉悦资本创始及执行合伙人刘二海出席“两岸集成电路产业”交流活动，并进行了《算力基础设施：AI产业发展的制高点》的主题分享。刘二海分析了算力基础设施正在发生的四个变化，中国亦将在未来两年迎来算力基础设施建设的浪潮。

以下为演讲实录。



感谢主办方的邀请。今天我分享的题目是《算力基础设施：AI 产业发展的制高点》，主要是我们对四个方面的观察和判断。

观察一，制高点的三次转移

判定模型的核心指标已经从最早的模型能力发展到单位智能成本，现阶段则是算力基础设施。具体而言，就是从比较谁的模型分数最高，到分数差异收敛到 10 分以内就看性价比，再到现在由电、内存、光互联、封装及机架效率等等组成的系统力量。

成为社会基础设施要具备四个条件：安全性、普遍性、可靠性和经济性。模型成为基础设施的前提是：能以基础设施的价格供应算力。今天，决定算力价格的不再是 GPU 单价，而是整条链上最慢的那一环。

OpenAI 刚刚发布的 GPT-6 Astra、Anthropic 的 Claude fable 5.1 以及其他排名前十的领先模型，它们之间性能差距的分值已经缩小到 10 分以内。当能力差异不显著时，性价比就变得很关键，甚至还有观点认为，不仅要比 token 价格，还应该比较完成每个任务使用的 token 是多少。

英伟达最新一季财报及对下季财报的指引都体现了高速增长，这使得英伟达股票当日上涨 8.7%，这是英伟达在市值达到 5 万亿美元之后，第一次获得如此之大的涨幅。算力成为收入，算力成为了社会基础设施。

观察二，推理正成为 AI 算力的主要增长点

谷歌月处理 token 量从 2025 年 5 月份的 480 万亿，历经一年涨了近 8 倍，在 2026 年 5 月份达到 3,200 万亿。IDC 数据显示，当下算力需求里有 60% 来自推理。在这个过程中，agent 和代码生成这类对速度要求更高的推理需求，离线分析、合成数据这类对数据规模要求更高的推理需求都在快速发展。

进一步，推理芯片大量涌现。微软的 Maia 200、OpenAI 和博通合作自研的 Jalapeño、英伟达收购 Groq 发布新的 LPU。自研专用芯片的适用性非常好，而通用芯片则能在更多场景使用，这两种路线都在快速发展。芯片的设计哲学从原来的堆算力，变成了内存以及数据的搬移非常重要。

推理芯片得以高速发展，除了 coding 成了最重要的应用，产业界也有 Salesforce 的例子。“AI 吃掉软件”的说法导致今年年初，整个软件行业跌掉了 30-40% 的市值，而 Salesforce 在 8 月 27 日最新财报中发布的销售数据，使得股价大涨 22.6%，这让行业有了新的看法——软件公司也可以利用 AI 为自己的客户提供 AI 服务。这个方向也促使了推理的大幅增加。



观察三，算力基础设施成为 AI 发展的瓶颈

算力基础设施是制高点，同时也是瓶颈。把 AI 产业链从上到下分为四层：应用与企业需求、模型层、算力基础设施 AIDC 和上游器件。当需求端打开后，芯片逐渐不再是瓶颈，物理世界的限制就凸显出来。

以电力为例，数据中心建立过程中，电力部分能不能顺利安装进去、运营起来成为关键指标。Bloom Energy 主要是提供燃气用化学方法进行发电，从去年 7 月到今年，股价上涨 10 倍，即将纳入标普 500 成为成分股。再有，机架内部不是单个 GPU、CPU 的问题，而是需要形成一个体系，这就会出现光连接的制约、内存的制约，这些都是来自物理世界的制约，市场也给这些股票更高的定价。

这些“来自物理世界”的制约提升了厂商的采购成本，但由于终端需求的快速增加，厂商依旧有很高的产出，导致算力成本的增加并没有成为算力发展的制约。CoreWave 体现了这样的情景：手握大量订单，但必须有产能兑现这些订单，才能实现收入、获得利润。于是，我们看到发债成为头部 AI 厂商的密集动作。

观察四，中国将迎来算力基础设施建设热潮，机会与卡点并存

中国将迎来算力基础设施的建设浪潮，这个过程比美国大约晚了两年的时间。中国算力基础设施的瓶颈不在电力。过去 1-2 年间，中国芯片产业有了非常大的发展，A 股也产生了数家市值达到数千亿规模的公司。国产芯片的卡点已经不是能不能做出来，而是是否可以在 2027 到 2028 之间拿到产能。

最后做一个总结：算力基础设施是 AI 发展的制高点，推理变得越来越重要，算力是制高点也是瓶颈，未来两年中国将迎来算力基础设施建设的浪潮。

谢谢大家！

路博迈陈志阳：香港 LAF 正在打开一级市场新通道



嘉宾简介：

陈志阳 路博迈（Neuberger）董事总经理、亚洲私募股权投资主管，及全球私募股权基金及共同投资投委会成员。

香港创业及私募投资协会（HKVCA）副主席

香港证监会（SFC）投资产品顾问委员会成员

香港特区政府推动资产及财富管理业发展专责小组成员

于 2015 年加入路博迈，此前供职于香港金融管理局（HKMA）达 17 年，曾任 HKMA 纽约办事处副首席代表，在华盛顿特区担任国际货币基金组织中国执行董事顾问。

自 2008 年起，参与建立 HKMA 私募股权投资组合。

此前任大和证券中国股票市场研究主管。

持有特许金融分析师执照（CFA）。

一、历经两次金融危机如何定义当下中国资产价值？

第一财经 高远

感谢陈总接受第一财经专访，您历史上经历过 1997 年的亚洲金融危机，而且处理过亚洲金融危机的一些事务，也经历过 2008 年的次贷危机所带来的那样一场金融危机。我相信您有全球视野。您对于中国资产的价值定位应该非常客观。您怎么看待中国当下资产的价值？

路博迈 陈志阳

大家很尊重的股神巴菲特有一句名言：当市场对某些投资机会很狂热的时候，我们就应该更谨慎；当投资者对市场非常恐惧的时候，我们反而应该更积极出击。所以中国的市场我觉得是属于后面那一部分。

但是如果进入比较客观地、深入地、实地地去分析，其实在这种比较挑战性的宏观环境下，每一个行业都有一些个别的投资机会。只要是我们投资者做了应有的分析、应有的独立思考，其实还可以找到不少有吸引力的投资机会，而且这个估值还是相对比较有吸引力的。

二、“今年金融危机”论可信吗？恐慌中亦有机会

第一财经 高远

您经历过两轮金融危机的波动，我们当下也看到有观点认为说今年还会有新一轮的金融危机爆发的可能。我不知道您如何看待这样一个判断？

路博迈 陈志阳

当市场狂热的时候，怎么能够保持冷静客观，而不要盲目跟风，这是一个很大的挑战。当市场恐慌的时候，怎么能够抓住机会，积极地、比较进取地去抓住这个机会。

比如说在 1997、1998 年的亚洲金融危机，您也记得很多对冲基金在做空港股和港元，当时港府很果断地出手进入市场，把对冲基金从香港市场赶出去，后来透过盈富基金把港股有秩序地出售。这为香港政府、为香

港市民、包括投资者创造了很多的价值，这是从危险里面抓到机会。

在 2008-2009 年的全球金融危机过程中，美国的资产特别是很多股票市场、私募股权市场也面临很多压力。当时有很多的投资者由于各种原因需要出售他们持有的资产，所以当时也有很多的投资者从中获得很丰厚的利益。抓住市场上的动荡，把握住了这个机会。

所以从这两次金融危机的经验来说，还是套用股神巴菲特的名言：当市场非常狂热的时候，要保持冷静；当市场很恐慌的时候就要果断地出击。

三、私募股权也能“上市”？香港 LAF 同时撬动募资和退出

第一财经 高远

香港证监会是在去年的二月份推出了 LAF (Listed Closed-ended Alternative Asset Funds, 中文正式译名为上市封闭式另类资产基金) 的通道，在今年的六月份推出了补充细则。您作为香港创业及私募投资协会 (HKVCA) 副主席、香港证监会 (SFC) 投资产品顾问委员会成员，及香港特区政府推动资产及财富管理业发展专责小组成员，可以说一路在推动这个事情落地。在您看来，香港这样的一个另类资产大众化的试点，它究竟解决了什么样的问题？究竟是募资端的问题，还是退出端的问题，还是定价端的问题？

路博迈 陈志阳

问得非常好。上市的私募股权，这是一个新的概念。您是问它解决了什么痛点？其实私募股权市场的各种的痛点基本上都帮得到。

第一，就是解决中国私募股权市场过去一段时间在退出时——当市场气氛不好、上市步伐变慢时，自然的你透过上市这个过程，退出的机制就会慢下来。当中国的基金经理出去集资的时候，LP 投资人会比较中国投资基金经理的退出步伐相对国际上的欧美或者亚洲其他国家的退出速度更慢，所以他们再重新投买下一期基金的时候就会比较谨慎。

在当下火热的市场中，港交所有四五百个要上市的公司排队。假设一年有 100 个上市的机会，你也要等四五年才能把四五百家的公司全部实

现上市。所以又是一个新的问题。我们透过用基金上市来解决这样的行业痛点，也就是解决中国私募股权基金退出节奏比较慢的问题。

第二，一个成熟的私募股权市场，没有一个成熟的投资者群体是一个很大的制约。要有熟悉市场的投资者来参与，才有比较稳定的资金来源。在中国市场来说，虽然机构投资者的数量相对比较狭窄，但是在亚洲、在中国的市场里面，个人投资者参与股票市场其实是非常活跃的。

因为得益于个人的储蓄和家庭的储蓄比较高，很多亚洲的投资者都有直接投资股票的经验。

所以如果能够在香港或者是内地，发展一个透过公开市场集资来投一些私募的投资机会，那就大大地扩大了基金经理的资金来源，更稳定一点，不会因为一些国际形势或者是市场气氛妨碍了基金集资的渠道。这是解决第二个痛点。

第三，您刚才说了，现在市场上个人投资者对这些另类的私募股权投资机会非常感兴趣。但是因为这些私募股权或者另类的投资，传统上其实更适合一些机构投资者，因为它往往是进入门槛比较高、锁定期比较长、信息也比较不一致，没法跟公开市场的信息披露来比较。如果这个基金上市要符合交易所信息披露管制的规定，又有监管机构监管，所以对个人投资者来说，或者是所有投资者来说，是一个更好的选项。

四、LAF 门槛设置过高？不，出于实际考量

第一财经 高远

我们看到新规要求 LAF 的规模至少要 1 亿美元，能持续的产生稳定收入。母基金的结构还要求满足单支底层基金不超过基金净资产的 20% 这三项限制。在您看来，中国当下哪些资产最符合这样的条件？这个门槛规定是否过高了？

路博迈 陈志阳

其实无论条文是怎么写，大家都知道这是一个新的发展，需要不停地研讨，不停地接受行业的建议。所以你刚才说的最低门槛是 1 亿美元，有

些人觉得太低，有些人觉得太高。

但一般一个有高素质、有经验的投资团队，规模太小的话，基金收的管理费都不够日常运营的成本——比如办公室租在哪里、能不能聘用有足够经验和专业能力的投资团队，所以这个体量的规定也是有实际需要的。

五、硬科技、医疗、先进制造资金扎堆：怕的是一窝蜂追同一个投资机会

第一财经 高远

我们也看到在 2026 年的私募股权市场的数据显示，目前资金是高度集中在硬科技、电子信息、先进制造、医疗健康等这些领域当中。在您看来就是这些最强资产当中，哪些是值得被股权基金配置的？是否已经在局部出现了过度繁荣的情况？

路博迈 陈志阳

您刚才说的几个赛道，PE 或者是 VC 基金经理都有投资，我们也有一些接触。但是不是过度投资？比如说医疗行业，我们也有很多医疗行业的投资，也有很多资金已经进入医疗行业的赛道。但是其实医疗行业是一个很大的行业，包括医疗服务、医疗硬件、医药开发等等，所以其实投资机会还是很多，它可以承受的资金还是很多。

关键是，不要一窝蜂去追同样的一个投资机会。因为一个好的基金经理的标准就是，他能够在众多的投资机会里面找到他特别有信心的投资机会，而不是说其他投资者投了我也跟着去投。所以要避免这种重复的投资，这是关键。

六、明星公司 IPO 股价腰斩怎么破？二级市场投资者应有一把估值尺子

第一财经 高远

对资本市场，大家认为今年是中国一级市场的一个丰年，有很多优秀的项目 IPO。但同时也带来一个情况是股价高企之后，上市后出现了回落甚至是腰斩的情况。我不知道您怎么来看待这个问题？

路博迈 陈志阳

我觉得这是很常见的现象，不是现在才出现的。历史上很多公司上市以后，二级市场的股价有些当然涨了很多，但同时有很多是腰斩，都是常见的。

因为我以前做过二级市场，每个投资者也需要心里面有一把尺——在IPO的时候，愿意付多少价格，而不是没有限制地写一张空头支票，无论上市的股价多高都要买，不要一窝蜂地盲目跟风。所以同样的投资理念也应该适用于二级市场的投资者。他自己要有一个目标价——这个公司值多少钱，一股值多少钱。这是所有投资者需要为自己负责的。

七、日本是过去时、中国是调整期、印度是未来时？不，PE 视角里它们是循环

第一财经 高远

您曾经提出过亚洲的三列火车，日本、中国和印度。那么在当下 2026 年的这样一个时点，这三列火车的排位以及转速是否发生了变化？作为路博迈集团来说，你们的配置逻辑是否也发生了一些调整？

路博迈 陈志阳

是的，这是我几年前提出的一个分析。在亚洲的私募股权市场，主要包括日本、中国、印度，更有趣的是三个经济体、三个市场，其实它们的发展过程也是不一致的。

比如说日本经济是更早发展成熟的，所以在在一个经济成熟的资本市场里面，制造了比较多的做并购的投资机会。很多的投资机会是在成熟公司的并购。

中国的市场更有趣，各种的投资机会都有。一方面它有非常蓬勃的初创企业的市场，非常有竞争力的初创科技产业；一方面是一些传统的行业，在过去经过这么多年的各种冲击动荡等等，它的估值严重被低估。所以同时中国市场也提供了这种特殊的情况——投资者即使投的是一些传统行业，但只要估值非常合理或者有吸引力，其实也不一定要全部把钱都放在

AI 或者是机器人这些最新的赛道，一些传统行业也可以找到很好的投资机会。所以这是第二个火车头——中国市场。

第三个火车头就是印度。印度有点像中国改革开放的时期，经济在爆发，它有很大的潜力，有一个宏大的市场、宏大的人口优势，年轻人的比例又更高。所以这个印度市场还在成长、在高速发展的一个阶段。

所以三个火车头经过高速发展、高速启动，经过一段时间的运作，需要重新调整。作为投资者，我们要清醒知道市场环境是不停地在变化的。今天是好的投资环境，可能明天会有新的挑战；今天的市场可能不一定很有吸引力，但其实反而提供一个很好的投资切入点。

过去时也可以是一个新的将来的开始，像现在的进行时很有可能变成过去时。但是只要经济系统里面有自我修复的意识、自我修复的能力，它会不停地循环。

第一财经 高远

对您用了循环这个词，我觉得是非常精准而且客观的。所以说在这样一个逻辑之下，是没有人可以躺平的。

路博迈 陈志阳

最重要是经济市场系统有没有自我修复的意识、自我修复的能力，所以这是最关键。

免责声明：

本文所载内容仅供专业投资者参考使用。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本文所载信息或所述意见并不构成对任何人的投资建议。

协会/简介

中华股权投资协会（CVCA）成立于 2002 年，是大中华区成立最早的创业投资和私募股权投资行业协会组织。协会依托国际化的背景，秉持独立性、专业性的理念，通过市场化运作，致力于推动创业投资和私募股权投资在大中华地区的健康、可持续发展。CVCA 现有逾百家会员公司，囊括了一大批国际国内最知名最具影响力的机构，包括凯雷、KKR、华平、TPG、鼎晖、贝恩、弘毅、高盛、红杉、IDG、启明创投、春华资本、方源资本、中信资本等等。截止目前，CVCA 会员机构管理的大中华地区美元基金约 370 支，总额近一万亿美元；人民币基金约 1170 支，总额超过两万亿人民币。他们拥有世界一流的投资经验和金融人才，经过全球不同地区和不同经济周期的历练，回归深耕中国市场，并成功投资于大中华地区的众多行业领域；他们致力于在中国大陆推动中国私募股权市场的繁荣和行业发展，同时也为众多最具创新性和成长潜力的公司带来快速发展机会。



地址：北京市建国门外大街1号国贸写字楼1座31层3108室
电话：86 10 6505 0850
邮箱：info@cvca.org.cn
网址：www.cvca.com.cn