

《私募证券投资基金运作指引》重点解析

作者：张凯南 杨雨格 雷君婷

一、背景

2023年，私募基金行业制度建设取得重大进展，行业首部行政法规《私募投资基金监督管理条例》（“《**私募条例**》”）发布，为全面贯彻落实《私募条例》，中国证券投资基金业协会（“**协会**”）起草了《私募证券投资基金运作指引》，并于2023年4月28日公开征求意见（“**征求意见稿**”）。2024年4月30日，协会正式发布《私募证券投资基金运作指引》（“《**运作指引**》”），《运作指引》于2024年8月1日开始施行。

公开征求意见期间协会收到600余份意见，主要集中在募集及存续门槛、申赎开放频率及锁定期、组合投资、场外衍生品交易、过渡期等方面。综合评估后，正式稿《运作指引》对相关条款适度放宽，包括：将最低存续规模从1000万降至500万元并设过渡期；申赎开放频率从每月至多一次放宽为每周，锁定期从6个月缩短为3个月，同时允许私募证券基金通过设置短期赎回费的方式替代强制锁定期安排；优化组合投资条款；明确场外衍生品交易风险管理要求；不符合组合投资等条款的存量基金过渡期延长至24个月。

除上述外，与现有规定相比，《运作指引》主要修改及新增要点包括但不限于：明确500万元最低存续规模要求，明确申赎频率、锁定期具体要求，提出“双25%”组合投资要求，明确参与DMA业务不得使用超2倍杠杆，参与雪球结构衍生品合约的名义本金不超基金净资产25%等。

整体而言，《运作指引》与《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“**资管新规**”）《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（2023）》（“《**私募资管办法**》”）《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（2023）》（“《**私募资管规定**》”）等适用于证券期货经营机构私募资产管理计划（“**私募资管产品**”）的监管要求及执行口径拉齐，以减少监管套利空间，并在此基础上，结合近年来私募证券基金行业的市场实践，提高私募证券基金运作要求，旨在进一步规范私募证券基金运作，保护投资者合法权益。提示私募证券基金管理人注意及时修改其基金文件及相关制度，把握过渡期，适时调整运作实践，以便更好遵守新规要求。

二、适用范围

《运作指引》适用于在中国境内依法设立的私募证券投资基金，及其募集、投资、运作以及其他业务活动，但不适用于私募资管产品，即证券期货等金融机构的私募资产管理子公司仍继续适用现行其他规定。私募基金管理人开展证券投资顾问业务的，应当参照《运作指引》执行。

三、重点内容解析

1. 募集门槛（1000万元）与存续规模（500万元）

募集门槛：根据《运作指引》第四条，私募证券投资基金的初始实缴募集资金规模不得低于1000万元，不得通过投资者短期赎回基金份额等方式规避前述实缴规模要求，这与《私募投资基金登记备案办法》规定一致。

存续规模：经充分评估后，协会将最低存续规模由征求意见稿中提出的1000万元降至500万元并设置过渡期，即对于《运作指引》施行前已备案基金，上一年度日均规模、连续60个交易日的计算时间自2025年1月1日起算。

具体而言，根据《运作指引》：

（1）上一年度日均基金资产净值低于1000万元，私募基金管理人需在5个工作日内向投资者披露潜在影响及相关安排；

（2）上一年度日均基金资产净值低于500万元，或者连续60个交易日基金资产净值低于500万元，应当停止申购并在5个工作日内向投资者披露；

（3）停止申购后连续120个交易日基金资产净值仍低于500万元，基金应进入清算程序；

（4）私募基金托管人应配合执行并督促私募基金管理人及时按要求办理基金清算等事宜。

2. 禁止跨级购买

《运作指引》第五条规定，私募证券基金的风险等级应当与风险收益特征相匹配，基金投资者风险评级不得低于基金风险等级。

相较于《证券期货投资者适当性管理办法》（2022修正）中允许非最低风险类别投资者在

坚持购买高风险产品时仍可跨级购买高于其风险承受能力的产品的规定,《运作指引》的要求更为严格。预计后续中国证监会将修订前述管理办法。提示私募证券投资基金管理人注意及时修改其目前投资者适当性文件及相关制度。

3. 提高基金信息披露及业绩展示要求

《运作指引》第六条对私募证券投资基金的信息披露和业绩展示提出更严格要求,主要包括:

(1) 除私募基金管理人和基金销售机构外,任何机构和个人不得展示和传递基金净值等业绩相关信息,即严格限制没有基金销售资格的主体获取、展示、传递基金业绩信息并参与基金销售。这一要求有助于减少违规基金销售活动,防范违规销售引发的风险。不过,值得注意的是,《运作指引》仅禁止无基金销售资格主体取得及披露基金业绩信息,并未完全禁止其获取基金其他信息,是否意味着一定程度上允许仅提供部分信息的居间服务,有待后续进一步关注监管实践。

(2) 业绩展示应客观、真实、准确、完整,禁止选择性展示业绩等行为,禁止展示未经私募基金托管人复核的基金业绩,通过强化托管人的监督职责,防范基金管理人及基金销售机构篡改或美化业绩数据。除投资监督等职责外,增加托管人的复核职责,提高了托管人的审查和尽调要求。

(3) 若基金投资者仅为私募基金管理人或其股东、合伙人、实际控制人、员工,私募基金管理人和基金销售机构在基金宣传、销售、排名时应当披露。这一规定表明监管机构将更加关注主要由自有资金或关联资金投资的基金,提高透明度,限制仅为满足设立和备案要求而成立的所谓“保壳”基金。这将有助于确保市场的公正性和透明度,防止潜在利益冲突,提示投资者关注管理人的管理规模及管理能力。

4. 申赎开放频率及份额锁定期(《运作指引》发布前已备案基金不强制整改)

为引导投资者理性投资、长期持有,《运作指引》明确了私募证券投资基金申赎开放频率及份额锁定期,具体而言:

(1) 新增要求开放式私募证券投资基金至多每周开放一次申购、赎回,每次开放不得超过2天,投向AA级及以下信用债(可转债除外)、流动性受限资产合计超过基金净资产20%的,至多每季度开放一次申购、赎回,每次开放不得超过5天。

(2) 明确开放式私募证券投资基金设置临时开放日的,应符合中国证券监督管理委员会(“中国证监会”)和协会的相关规定,即与《私募投资基金备案指引第1号》一致,临时开放日

的触发条件仅限于因法律、行政法规、监管政策调整、合同变更或解除，并且临时开放日仅能办理赎回，不能办理申购，临时开放日前2个交易日需通知全体投资者。

（3）新增要求基金合同中约定不少于3个月的份额锁定期或短期赎回费用安排，赎回费用归属基金财产。《运作指引》未明确规定短期赎回费的费率标准，我们认为，如赎回费率显著低于市场平均水平，可能在基金备案时受到协会质疑，被认为存在变相规避锁定期限制。

（4）私募基金管理人及其员工跟投的，份额锁定期不得少于6个月（且不得通过设置短期赎回费用的方式进行豁免）。这与《私募资管规定》明确的证券期货经营机构自有资金参与集合资产管理计划持有期限不得少于6个月的标准持平。

不过，协会特别明确，对于《运作指引》生效前已备案的私募证券基金，其申赎及锁定期安排无需整改。与其他过渡期条款类似，该等要求可能导致今年8月1日《运作指引》生效前基金集中备案的情况。

5. 基金类型

《运作指引》第九条规定，私募证券投资基金应当具有明确、合法的投资方向，具备清晰的投资策略与风险收益特征，确定所属产品类型，分为权益类、期货和衍生品类、混合类、固定收益类私募证券投资基金，以及私募证券投资母基金。

根据《运作指引》定义，权益类、期货和衍生品类、固定收益类私募证券投资基金分别指投资于股权类资产、期货和衍生品的持仓合约价值、债权类资产的比例不低于私募证券投资基金“已投资资产”80%的基金。此处“80%”标准与私募资管产品一致，但《私募资管规定》进一步明确规定，固定收益类、权益类、期货和衍生品类资产管理计划存续期间，为规避特定风险并经全体投资者同意的，投资于对应类别资产的比例可以低于计划总资产80%，但不得持续6个月低于计划总资产80%，而《运作指引》中并无类似偏离容忍性规定。此外，《运作指引》中明确要求不低于“已投资资产”80%，而非《私募资管规定》中的总资产80%，相对而言，《运作指引》的表述更为精准。

6. 双25%投资集中度限制（已备案基金24个月过渡期）

为引导私募基金管理人提升专业投资能力，分散投资风险，协会在《运作指引》中参照《私募资管规定》中双25%的组合投资要求，即《运作指引》要求单只私募证券基金投资同一资产不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基金投资同一资产比例不超过该资产的25%。

双25%的豁免情形包括：

（1）银行活期存款、国债、债券通用质押式回购、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。

（2）满足第一个25%标准的私募证券投资基金投资于单只私募基金可豁免第二个25%（私募资管产品并无此豁免情形）。

（3）基金合同约定仅以战略配售、非公开发行、大宗交易、协议转让方式投资上市公司股票，全部投资者为专业投资者且单个投资者投资金额不低于300万元的封闭式私募证券投资基金（私募资管产品并无此豁免情形）。

（4）基金合同约定90%以上基金资产投资于符合双25%组合投资要求的单只私募基金的私募证券投资基金（私募资管产品并无此豁免情形）。

（5）全部投资者为专业投资者且单个投资者投资金额不低于1000万元的封闭式私募证券投资基金（与《私募资管规定》第十五条明确的豁免情形一致）。

（6）中国证监会、协会规定的其他特定情形。

我们理解，前述豁免要求一定程度上体现了对私募证券母基金投资的鼓励，但提示注意，如为了规避第二个25%的限制，成立多支基金投资于同一资产的行为（即满足第一个25%的要求），可能在备案时被协会质疑实质上不符合双25%要求。

7. 明确总杠杆要求，流动性较差基金杠杆比例为120%（已备案基金24个月过渡期）

为加强私募基金杠杆风险管理，《运作指引》第十五条对私募证券投资基金的杠杆率做出细化规定，具体而言：

（1）一般情况：私募证券投资基金的总资产不得超过该基金净资产的200%，不得通过场外衍生品等工具规避杠杆限制，不得参与场外配资。

（2）特殊情况：投向AA级及以下信用债（可转债除外）、流动性受限资产合计超过基金净资产20%的，总资产不得超过基金净资产的120%，但全部投资者均为专业投资者且单个投资者投资金额不低于1000万元的封闭式私募证券投资基金除外。

值得注意的是，《运作指引》中200%的杠杆率限制并未对基金是否分级进行区分。而在《私募投资基金备案指引第1号》中，对分级私募证券投资基金的杠杆率有具体的规定，总资

产不得超过基金净资产的140%。即对于分级私募证券基金而言，其杠杆率并未提高，仍需遵守140%的上限。

8. 新增投资上市公司股票集中度要求（已备案基金24个月过渡期）

《运作指引》第十六条新增对上市公司股票投资要求，要求同一实控人控制的私募证券基金管理人的自有资金、管理的所有私募证券基金、担任投资顾问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%。

《运作指引》的上述规定相较《私募资管规定》而言更严格，后者仅要求同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划及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%，且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、公募基金及中国证监会认定的其他投资组合可豁免。不过，值得注意的是，《运作指引》仅要求合并计算同一控制下的私募证券基金，即并未要求合并计算同一控制下的私募股权基金，相较于《私募资管规定》的要求有所放松。

《运作指引》将同一实控人控制的私募证券基金管理人管理的资金持股比例合并计算，对于集团内存在两家以上私募证券基金管理人的情况，增加了合规管理的复杂性。为确保持股比例不超标，集团内部不同的私募证券基金管理人之间必须保持必要的信息交流和共享，动态监控合计持股情况。然而，过度的信息共享又可能带来内幕交易、利益输送等风险隐患。因此，如何在合规要求和风险防范之间取得平衡，在确保必要信息交流的同时防止敏感信息的不当流动，成为集团化私募证券基金管理人面临的重大挑战。

9. 加强场外衍生品交易规范

根据《运作指引》第十七条，私募证券投资基金开展场外衍生品交易，应当以风险管理、资产配置为目标，以监管机构认可的机构为交易对手方，并符合下表所列要求：

衍生品类别	基金净资产要求	投资比例及杠杆要求
场外期权合约	≥5000 万元 (仅开展商品类场外 期权交易除外)	$\frac{\text{向全部交易对手方缴纳的保证金+权利金}}{\text{基金净资产}} \leq 25\%$
收益互换合约	≥1000 万元	$\frac{\text{向交易对手方缴纳的保证金}}{\text{合约名义本金}} \geq 50\%$ (挂钩股票、股票指数等权益类的收益互换)
带敲入和敲出结 构的场外期权或 者收益凭证 (如 雪球结构衍生 品)	/	$\frac{\text{名义本金}}{\text{基金净资产}} \leq 25\%$ (全部投资者均为专业投资者且穿透认定的单个投资者投 资金额不低于 1000 万元的封闭式基金除外)

(1) 《运作指引》第十七条采取新老划断安排，未设过渡期。2024年8月1日后，存续基金不符合上述场外衍生品交易要求的，不得新增投资者、不得展期，除因追加保证金需要募集外不得新增募集规模，但可正常运作至合同到期后清算。

(2) 新增要求投资权益类场外期权的比例不得高于基金净资产的25%，且开仓及续约时，基金净资产应不低于5000万元。对于市场上规模较小、专注于场外期权等衍生品交易的管理人有重大影响。

(3) 多空收益互换（DMA）收紧政策落地，明确DMA杠杆不得超过2倍，且开仓及续约时基金净资产应不低于1000万元。

(4) 此前部分投资雪球产品的私募基金进行基金备案时，协会曾反馈要求对相关投资比例进行限制。本次《运作指引》正式明确私募基金投资雪球结构产品的限制，即名义本金不得高于基金净资产的25%，但全部投资者均为专业投资者，且每位投资者的投资额（穿透认定）不少于1000万元的封闭式基金，可以豁免该限制。这一规定与之前监管机构对券商资管及私募子公司的窗口指导保持一致，旨在防止通过私募基金进行监管套利，避免借私募基金之名绕过对证券公司投资比例的限制。该比例限制的为“名义本金”，即计算实际投资金额限额时，还需除以杠杆倍数（如有）。

(5) 明确投资场外衍生品的基金不得采取分级结构，分级结构产品也不得投资底层标的含有场外衍生品的基金，防止通过分级安排进行监管套利，并与《证券公司收益互换业务管理办法》中禁止结构化产品参与收益互换的规定衔接。

(6) 《运作指引》规定“不得将场外衍生品交易异化为股票、债券等场内标的的杠杆融资工具”，这意味着场外衍生品的主要作用应定位于风险管理和资产配置，而非作为增加投资

杠杆的手段。目前尚不完全明确监管机构是否会进一步要求场外衍生品必须用于对冲投资组合中其他标的资产的风险。同时,《运作指引》再次强调私募基金不得作为销售机构向自然人销售场外衍生品的通道及规避其他场外衍生品交易要求的通道。在协会于2022年公示的第2期备案案例中,由于证券公司无法通过资产管理计划实现100%投资雪球结构产品,且个人投资者亦无法直接购买场外衍生品,故证券公司“借道”私募基金向自然人销售雪球结构产品,私募基金管理人仅象征性收取管理费,不进行主动投资管理,具有明显的通道业务特征,最终该基金未获备案。

10. 加强债券投资规范

《运作指引》第十八条、第十九条对私募基金管理人投资债券的比例、风险控制及合规要求做出规定。私募基金管理人开展债券投资交易业务,应当审慎设置风险控制指标,加强对债券交易的动态评估和风险管理。私募基金管理人及其管理的私募证券投资基金、股东、合伙人、实际控制人、员工不得参与债券结构化发行,不得参与债券代持,不得收取返费,与2024年1月沪、深、北交易所发布的《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》中投资者不得为发行人认购自己发行的债券提供通道服务等规定相衔接。

私募证券投资基金的债券投资比例限制如下:

(1) 双10%: 单只基金投资于同一债券的资金,不得超过该基金净资产的10%。同一家私募基金管理人的全部基金投资于同一债券的数量,不得超过该债券存续数量的10%。

(2) 双25%: 单只基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券资金总额,不得超过基金净资产的25%。同一实际控制人控制的基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券的总数量,不得超过相关债券存续数量的25%。

(3) 质押或者接受质押单一债券的集中度适用“双10%”及“双25%”规定,与单一交易对手方开展回购交易的金额不得超过基金净资产的10%。私募基金管理人应当在该基金下一估值日前将参与债券质押式协议回购业务的交易文件、交易对手方及质押标的等信息提供给私募基金托管人。

(4) 国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、可转换债券、可交换债券等较低风险债券可以不受前述投资比例限制。

11. 跨境投资遵守现行规定

《运作指引》第二十条规定,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。例如，对于QDLP基金而言，如其跨境投资落入国家发展和改革委员会《企业境外投资管理办法》及商务部《境外投资管理办法》范围，则仍需要办理发改委及商务部的ODI手续。

12. 规范程序化交易

《运作指引》第二十一条对主要开展程序化交易的私募证券基金应符合的要求做出了规定，是对各交易所出台的程序化交易管理规定及中国证监会《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》相关规定内容的细化和衔接：

（1）业务流程及风控制度：私募基金管理人应就程序化交易制定专门的业务管理和合规风控制度，完善程序化交易指令审核和监控；建立并有效执行程序化交易策略的研发、测试、验证、合规审查、上线等业务流程。该要求与中国证监会《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》中要求一致。

（2）稳定系统：用于程序化交易的技术系统应当具备证券期货交易所规定的基本功能，按照要求进行充分测试，保障持续稳定运行。如中国证监会《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》正式落地，则私募基金管理人还应向交易所报告测试记录。

（3）档案保存：历史交易记录，算法或策略的文字说明等投资决策、交易涉及资料应保存不少于20年。提示注意，不仅限于文字说明，交易相关的其他资料均应按规定保存。

（4）报告义务：私募基金管理人按照证券期货交易所程序化交易报告制度履行相关手续，不得以规避报告制度等监管要求为目的的分拆私募证券投资基金。

（5）应急机制：因不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件，可能引发重大异常波动或者影响证券期货交易正常进行的，管理人应当立即采取暂停交易、撤销委托等处置措施，并及时向其委托的证券公司或者期货公司报告。

13. 新增要求开放式基金原则上不设置预警线、止损线

《运作指引》第二十四条新增规定，开放式私募证券投资基金原则上不设置预警线、止损线。预警线、止损线的设计旨在保护投资者不受大幅回撤影响，但大规模设置预警线和止损线，在市场波动期间也会被动触发大额的回撤和赎回，容易诱发回撤潮或赎回潮。在市场经历剧烈波动时，设置预警线及止损线不利于基金长期价值的实现。因此，不设预警线、止损线有利于引导长期投资，减少“被动强制减仓”对A股的影响，有助于维护A股市场

资金的稳定性。

14. 未按要求托管基金不得新增投资者、新增规模或展期

《运作指引》第二十六条规定，私募证券投资基金应当按照法律、行政法规、中国证监会等有关规定进行托管。未按前款要求进行托管的，不得新增投资者、新增规模或展期，其年度财务报告应经审计。我们理解，前述规定对基金是否应当托管仍延续现行法规要求，即除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外，基金一般应当托管。但对于未托管且不符合前述要求的基金，自2024年8月1日后其扩募或展期将受到限制。

15. 限制同日反向交易

《运作指引》第三十二条新增规定，私募基金管理人应当严格控制同日反向交易，严格禁止可能导致不公平交易或者利益输送的同日反向交易。确因投资策略或者流动性等需要发生同日反向交易的，私募基金管理人应当要求投资经理提供决策依据，并留存记录备查。前述规定也适用于私募基金管理人及其从业人员的自有资金投资账户与其管理的私募证券投资基金或者作为投资顾问的资产管理产品之间发生的交易。

该条规定与目前券商资管的要求拉齐，旨在防止私募基金管理人所管理的不同基金之间出现不公平交易及利益输送情形，同时防止私募基金管理人及其从业人员进行内幕交易。对于因特定投资策略或流动性需求而必须在同一天进行反向交易的情况，私募基金管理人需要提供交易的决策依据，并且要保留相关的交易记录。对于采用对冲策略的私募基金管理人来说，这意味着他们可能需要对同日反向交易的策略进行详细解释和记录，以确保交易的合规性，同时也有利于日后应对监管检查。

16. 一定规模以上管理人要求

《运作指引》第三十五条、第三十七条规定，一定资产管理规模以上的私募证券投资基金管理人应每季度至少开展一次压力测试并报送，且应按要求提取风险准备金。《运作指引》征求意见稿中设置的“一定资产管理规模”标准为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，但在正式稿中删除了该具体标准。对于“一定资产管理规模”的门槛及风险准备金提取比例和管理，仍待协会进一步明确。对于风险准备金计提，不排除可能参照《私募资管办法》中的规定，即风险准备金计提比例不得低于管理费收入的10%，风险准备金余额达到上季末资产管理计划资产净值的1%时可以

不再提取。

17. 过渡期安排

《运作指引》将于2024年8月1日起施行，为确保有序衔接过渡，协会对《运作指引》的不同条款明确了差异化的过渡期安排，具体总结如下：

“500 万” 最低存续规模要求 (第四条)	2024 年 8 月 1 日已备案基金的上一年度日均规模、连续 60 个交易日的计算时间自 2025 年 1 月 1 日起算。
场外衍生品投资要求 (第十七条)	无过渡期。2024 年 8 月 1 日已备案基金不符合场外衍生品投资要求的不得新增投资者或展期，除追加保证金所需外不得新增募集规模，基金到期后需清算。
“双 25%” 组合投资要求 (第十二条)、 “双 25%” 组合投资豁免 (第十三条)、 总杠杆要求 (第十五条)、股票集中度要求 (第十六条)、债券投资要求 (第十九条)	2024 年 8 月 1 日已备案基金享有 24 个月过渡期；过渡期后仍不符合要求的，不得新增募集规模、不得新增投资者、不得展期，基金到期后需清算。
基金合同变更	➢ 涉及《运作指引》要求的基金合同条款变更后，条款应当符合《运作指引》要求； ➢ 过渡期内基金合同存续期限发生变化的，应当修改基金合同并约定在《运作指引》施行 24 个月内符合要求； ➢ 无固定存续期限的私募证券投资基金，应当在《运作指引》施行 24 个月内按照《运作指引》要求及协会规定修改基金合同，到期未整改的，不得新增募集规模，不得新增投资者。

四、 结语

总体而言，《运作指引》是私募基金行业发展的重要里程碑，标志着行业监管规范更加完善。《运作指引》在坚持资管新规理念的同时，结合行业实践，对基金运作各重要环节做出更加细化和严格的要求，旨在进一步提升私募基金行业专业化水平，加强风险管理，维护投资者合法权益。虽然部分条款给行业带来了新的合规压力，但从长远来看，有利于行业持续健康发展，提升整体风控能力，为私募基金赢得更大的发展空间。

2024-05-06