

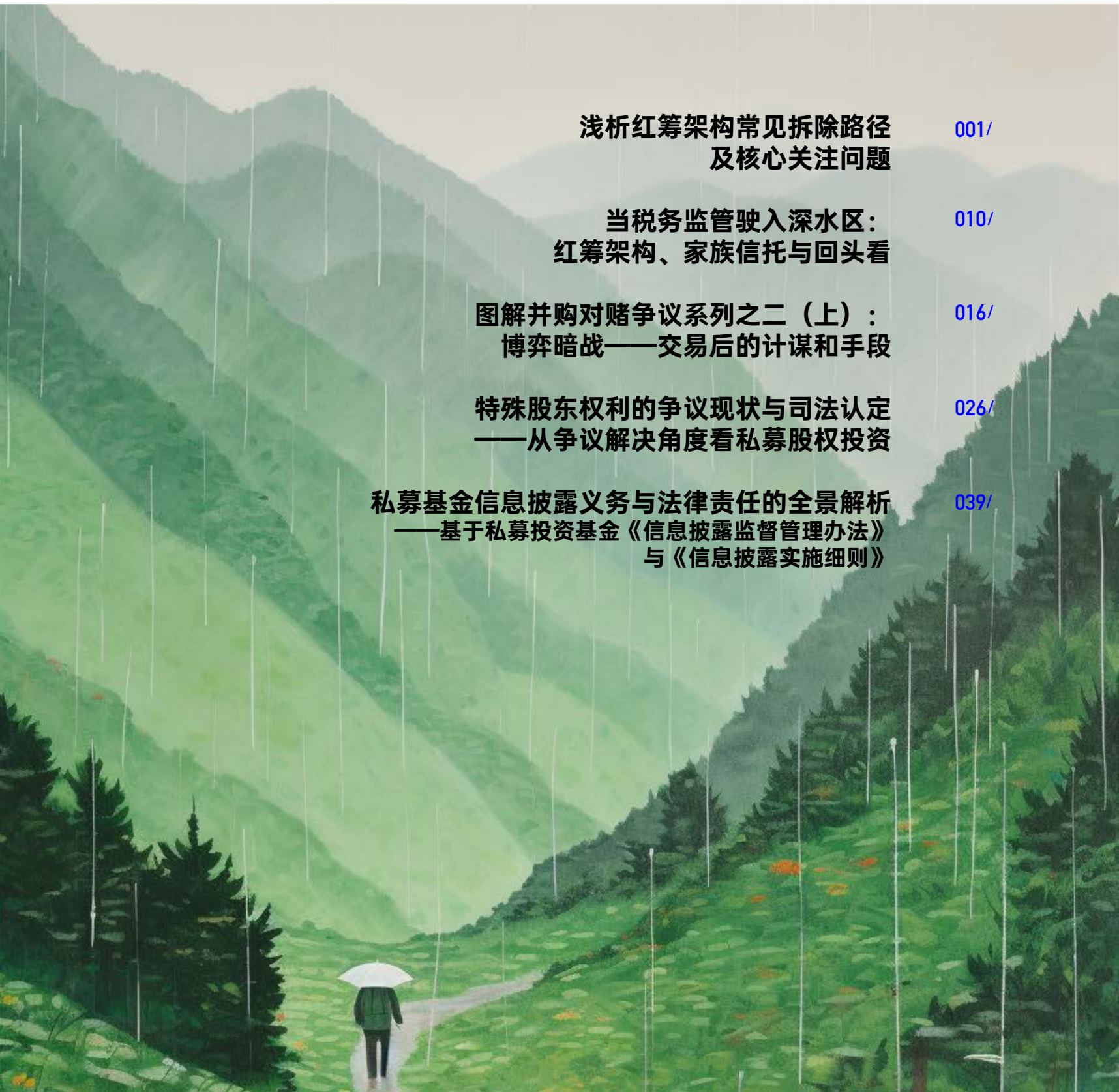
浅析红筹架构常见拆除路径
及核心关注问题 001/

当税务监管驶入深水区：
红筹架构、家族信托与回头看 010/

图解并购对赌争议系列之二（上）：
博弈暗战——交易后的计谋和手段 016/

特殊股东权利的争议现状与司法认定
——从争议解决角度看私募股权投资 026/

私募基金信息披露义务与法律责任的全景解析
——基于私募投资基金《信息披露监督管理办法》
与《信息披露实施细则》 039/



浅析红筹架构常见拆除路径 及核心关注问题

作者：苗郁芊 姚启明 魏晓雯



红筹架构具有便于登陆境外资本市场、治理结构灵活、优化税务及资产配置等优势。但基于估值及流动性差异、监管政策等因素，部分企业拟拆除红筹架构。本文旨在结合相关法规、市场案例及实操经验，梳理总结红筹架构的常见拆除路径及核心关注问题，以供各方参考。

第一部分\

拆除红筹架构的主要考量

红筹架构，概况而言，系指境内运营实体的股东在境外设立特殊目的公司，并通过该境外特殊目的公司以股权或协议的方式，直接或间接地控制境内运营公司的跨境股权架构。采取上述架构的企业通常被称作“红筹企业”。中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）于2018年3月22日发布并实施的《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，首次对“红筹企业”作出了官方定义，即“本意见所称红筹企业，是指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业。”

红筹企业在预计自身能够满足A股IPO审核要求的情况下，可能会基于A股对企业估值较高、A股市场交易量显著高于境外资本市场等因素，选择回归A股上市。受中美关系影响，美国近年来陆续出台多项政策，对中概股赴美上市造成影响，而中国证监会自2025年以来予以备案的美股上市项目数量亦显著减少，这也

导致大量企业转向境内IPO。

然而在A股层面，在保留红筹架构的情况下实现IPO并非易事。虽然《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》等规定允许企业保留红筹架构在A股IPO并明确了具体要求，但以红筹架构申请A股上市的门槛较高，例如企业所在行业需要是高新技术产业和战略性新兴产业，同时需满足的市值和营收等财务指标也显著高于境内企业在A股IPO的标准。截至目前，以红筹架构在A股成功IPO的企业仅包括华润微（SH.688396）、中芯国际（SH.688981），及笔者经办的某集成电路设计企业、某创新短交通和机器人企业等少数案例。基于这一现状，有回归A股IPO意愿的企业大多会考虑拆除红筹架构。

此外，红筹企业赴境外上市目前亦面临一定挑战。中国证监会发布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》虽明确将“境内企

业间接境外发行上市”（即以红筹架构上市）作为境内企业境外上市的一种形式，但自2025年年末以来，中国证监会及相关部委对红筹企业境外上市的监管口径开始趋严，红筹上市项目的整体备案审核周期变长，部分项目开始被要求说明搭建及维持红筹架构的必要性与合理性，甚至被要求拆除红筹架构再进行申报。

基于上述分析，保留红筹架构在短期内可能将对企业境内外上市造成较实质性的障碍，未来审核尺度是否会有变化还有待观察。因此，部分企业拟拆除红筹架构，以最大程度满足境内或境外上市的监管审核要求。

第二部分\

拆除红筹架构的主要步骤

拆除红筹架构的核心目的，是在使企业控制权回归境内层面的同时，将拟继续持有公司权益的投资人股东下翻至境内上市主体持股，并在合法合规的情况下尽可能节约过程中产生的资金、时间及税务成本。根据相关市场案例及笔者项目经验，通常拆除红筹架构的主要步骤如下：

（一）初步沟通阶段

获得企业投资人股东的认可与配合，是整

个红筹架构拆除过程中的工作重点。从投资人的角度而言，如果配合红筹架构拆除可增加企业成功IPO的可能性，进而增加投资人退出的确定性，则其通常会更有意愿配合并参与红筹架构的拆除。如果投资人不看好企业的IPO前景，或者其自身存在相关限制（例如部分境外基金对直投境内公司存在一定顾虑），此时投资人可能倾向于退出。在正式启动相关工作前，企业可先与投资人股东初步沟通，了解其对参与红筹架构拆除的意愿，并在此基础上制定具体方案。

（二）方案制定阶段

企业在拆除红筹架构前，通常需要在律师、会计师、税务师的协助下，综合考量各种因素后制定架构拆除的具体方案。方案的核心要点及内容通常包括：

1. 明确境内上市主体

如企业采用股权控制红筹模式，通常可选择架构中由境外主体（通常为香港公司，下文以此为例）全资持股的外商独资企业（以下简称“WFOE”），或WFOE的境内控股子公司作为境内上市主体；如企业采用协议控制红筹模式，由于企业的业务资质许可、资产主要由境内运营实体（以下简称“OPCO”）持有，业务主要由OPCO开展，常见方案是以OPCO作为境内上市主体。

企业在选择拟上市主体时，应结合境内外上市的发行条件和审核要求，综合考虑备选企业的经营合法合规性、持续经营时间、历史业绩及业务延续性、人员与资产状况，以及持有的资质许可（包括股权变动对继续持有资质的影响）等因素。

2. 明确境外股东权益回落方案

➤ 股权控制红筹架构

①股权转让模式，即香港公司参照原境外拟上市主体（通常为开曼公司，下文以此为例）的股权结构，将所持境内上市主体股权分别转让给创始股东、投资人股东或其指定关联方、新设的员工持股平台（如涉及），以实现境外股权结构镜像回落至境内。香港公司在获得股权转让价款后，可通过分红方式将资金逐层分配至开曼公司，该等资金将被用于回购投资人股东所持有的开曼公司股份，从而实现投资人在境外层面的退出。

②增资+股权转让模式，在部分项目中（例如某深交所上市医疗设备企业），为了避免产生较大金额的税务成本，各股东采取增资模式实现境外股东权益回落，以稀释香港公司的持股比例。在该模式下，各股东通过对境内上市主体进行增资，在不产生巨额税负的前提下稀释了香港公司的持股比例，而香港公司后续转让所持剩余股权时，由于转让标的变小，

产生的所得税税负在一定程度上得以控制。

➤ 协议控制红筹架构

如企业选择将OPCO作为境内上市主体（例如某港股上市人工智能领域企业），则通常由企业创始股东、境外投资人或其境内关联主体向OPCO增资，OPCO再以所得价款收购WFOE的股权或资产，从而实现资金从OPCO流转至香港公司及其上层境外主体。

如企业选择将WFOE作为境内上市主体（例如思特威〔688213.SH〕），则境外股东权益回落方式与上述股权控制红筹架构下基本一致。此外，还需要由WFOE收购OPCO的股权或资产、承接其相关资质许可。实践中，WFOE收购OPCO的方式主要包括两种：（1）以现金收购OPCO股权，OPCO股东以所得价款再出资至WFOE；（2）WFOE通过向OPCO股东定向发行股份的方式收购其所持有的OPCO股权。

无论选择OPCO还是WFOE作为境内上市主体，拆除协议控制红筹架构通常需要由WFOE与OPCO解除全套控制协议（包括独家技术咨询与服务协议、股权质押协议、投票权委托协议、独家购买权协议等）。如OPCO实际从事的业务属于外商投资限制或禁止范畴，则需要在架构拆除前将外商投资人清退，以符合《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》的相关要求。

（三）方案执行阶段

基于确定的红筹架构拆除方案，开曼公司层面需要召开董事会、股东会会议（通常需取得有一票否决权股东的事先书面同意），审议并批准关于同意红筹架构拆除的相关事项，并由各境内外下属企业进一步履行必要的审批决策程序。

企业通常需要与各股东就架构拆除签署重组框架协议，明确约定红筹架构拆除的具体路径、对价支付安排、时间节点与各方权利义务等。同时，各方应就各具体步骤签署对应的交易文件，包括但不限于境内上市主体层面的股权转让协议、增资协议、股东协议（投资人股东通常会要求各方重新就其在境内上市主体层面的特殊股东权利进行约定，并主张享有不劣于开曼公司层面的股东权利）、控制协议、终止协议，以及开曼公司层面的股份回购协议等。

此后，各方根据上述审批决策程序的授权及相关交易文件的约定，具体实施红筹架构拆除的各个步骤，包括但不限于创始股东及投资人股东回落至境内上市主体持股、将资金流转至香港公司等架构内境外主体、开曼公司向投资人股东支付回购价款、投资人股东以所得价款对境内上市主体增资等，并在境内外层面相应办理市场主体变更、外商投资企业变更、股

东名册变更等手续。

（四）境外架构清理及外汇手续注销

在完成上述架构拆除的核心步骤后，创始股东需逐步启动开曼公司、境外下属持股主体等的注销程序，以完成境外架构的清理，避免为境内上市主体遗留不必要的境外关联方。如开曼公司原本在境外设有实际经营业务的下属主体，境内上市主体可根据业务需要，通过办理企业境外投资手续对该等主体进行收购以实现并表，但需要关注该等注入资产是否会构成境内上市主体的主营业务重大变化。

如创始股东为中国籍自然人，其在搭建红筹架构时需要根据《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）的要求办理个人外汇登记手续。在回落至境内上市主体持股后，创始股东需要完成上述外汇登记的注销手续。



第三部分\

拆除红筹架构的核心关注问题

（一）关于资金周转及资金来源

在红筹架构拆除正式启动之前，需优先确保资金来源的落实。如前所述，拆除过程涉及开曼公司层面投资人的阶段性退出、股权收购以及跨境资金收付等一系列操作，因此必须准备一笔启动资金，用于支付境内层面的股权转让价款及境外股权回购价款。一般而言，企业经历的融资轮次越多，所需准备的资金规模往往也越大。

若开曼公司在境外拥有较充足的资金（例如前期融资款留存于境外的部分），可直接用于回购境外投资人的股份并支付相应价款，并进一步由投资人返投至境内上市主体。即使开曼公司资金不足，理论上也无需一次性支付全部回购价款，只要其账面上有少量资金，即可启动所谓的“资金流转”程序：由开曼公司将资金作为回购价款支付给投资人股东，投资人股东再将所得价款支付至香港公司作为受让WFOE股权的转让价款，随后由香港公司进一步将该款项分配至开曼公司，多次重复前述程序即可完成开曼公司对所有投资人股份的回购。但企业自有资金的多寡将影响到架构拆除的整体效率（即“资金流转”的次数），因此也

可考虑其他资金来源，包括创始股东的自有资金、第三方提供的过桥贷款，或在境内引入新一轮投资以注入资金。

（二）关于架构拆除产生的税负成本

在红筹架构拆除过程中，各交易环节的税负成本是方案设计的核心考量因素。由于税负成本受到多种因素的影响，不同方案下的交易价格与税负成本也会存在差异。红筹架构拆除过程中产生的主要税负成本包括：

1.香港公司转让WFOE股权涉及的企业所得税

根据《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例、《国家税务总局关于非居民企业所得税源泉扣缴有关问题的公告》（国家税务总局公告2017年第37号）等现行有效规定，非居民企业就其转让中国境内企业股权的所得，应当缴纳企业所得税（预提所得税）；非居民企业向其关联方转让中国居民企业股权，其转让价格不符合独立交易原则而减少应纳税所得额的，税务机关有权按照合理方法进行调整。

通常股权转让价格应按照公平交易原则合理定价，部分项目中会以WFOE的注册资本金额、净资产金额或评估值为定价依据，但需要就此和主管税务机关提前进行沟通。如香港公司转让WFOE股权时定价偏低，税务机关有权重新核定股权交易价格，并按核定后的价格征税。

需要提示的是，（1）关于创始股东取得境内上市主体股权的定价，如境内上市主体的净资产额相对可控，通常考虑按照净资产进行定价（即使以名义对价入股，也应至少按净资产额进行纳税申报，且后续减持时税基如何确定需要与主管税务机关提前进行沟通）；（2）关于投资人股东取得境内股权的定价，如以初始投资成本作为定价依据，则通常不会导致投资人股东产生税基损失，但由于境内上市主体层面溢价转让股权将产生即时税负，并且可能导致创始股东低价受让拟上市主体的核定公允价值被抬高，因此在流转资金充足的情况下，投资人股东可采取增资方式（而非股权转让的方式）取得境内上市主体的股权。

2. 开曼公司回购境外股东股份涉及的企业所得税

如开曼公司回购境外股东股份时香港公司尚持有境内公司股权，这一步骤可能构成非居民企业间接转让中国应税财产，需要按照《国家税务总局关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》（国家税务总局公告2015年第7号，以下简称“7号公告”）的规定开展税务评估。如果交易被认定为不具有合理商业目的、旨在规避中国税收，税务机关有权对其重新定性，将其视为直接转让中国居民企业股权，相关方可能面临10%的预提所得税。部

分已上市案例中（例如某上交所上市芯片企业），发行人向被间接转让的中国居民企业所属主管税务机关报告了开曼公司层面的股份回购事宜，并逐条对比论述了股份回购不构成7号公告规定的“不具有合理商业目的”的情形，从而不涉及企业所得税问题。

除上述内容外，红筹架构拆除过程中还会涉及其他税务问题，包括拆除架构整体能否适用特殊性税务重组从而享受相关递延纳税待遇、WFOE向香港公司分红时需要就股息所得缴纳预提所得税等，该等问题本文暂不作展开。笔者建议企业在拆除红筹架构时，聘请税务师与企业管理层及交易律师协同工作，全面评估不同方案和交易路径对税务成本带来的具体影响，并积极与税务主管部门就相关问题进行沟通。

（三）关于员工股权激励的处理方式

在拆除红筹架构前，企业在开曼公司层面可能已制定甚至实施了员工股权激励计划（以下简称“ESOP”），常见实施方式包括但不限于在开曼公司层面预留（Reserve）一定数量的普通股股份作为员工期权池，或开曼公司向境外员工持股平台（上层或设有股权激励信托）实际发行股份等。

通常企业会在拆除红筹架构、将股东境外

权益落回境内时，同步将ESOP对应的权益份额映射至境内上市主体，由新设的员工持股平台（通常为有限合伙企业形式）持有相应比例的境内上市主体股权，并重新制定境内层面的ESOP，与相关激励对象重新签署期权授予协议，或者给予激励对象员工持股平台的财产份额。

第四部分\

上市审核关注问题

企业拆除红筹架构的最终目的，是实现境内或境外IPO，因此需确保整个架构拆除过程符合相关法律法规的规定。境内上市审核机构对拆除过红筹架构的拟上市企业的主要关注问题包括但不限于：

（一）拆除红筹架构的相关交易过程、定价公允性、资金来源和支付情况，例如红筹架构拆除时境外股东将其持有的相应权益平移至境内的过程、交易金额、定价依据、款项支付及资金来源情况；

（二）拆除红筹架构过程的合法合规性，例如红筹架构拆除的全过程中相关交易是否符合外商投资、境外投资、外汇、税务等相关法律法规规定；

（三）股份权属清晰及实际控制权稳定性，例如拆除红筹架构是否导致发行人实际控制人

发生变更，发行人控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属是否清晰；

（四）拆除红筹架构的原因及相关主体的处理，例如拆除红筹架构的原因，发行人所属行业是否存在外资准入的限制，红筹架构搭建、运行及拆除过程中各主体的职能定位、是否有实际经营、注销进展情况、存续原因；

（五）要求说明控制协议的主要条款内容，以及协议签署后的服务费支付、表决权行使的具体情况，并说明终止协议签署主体的完整性，是否存在应签署而未签署的主体，各方对协议控制期间的全部协议是否存在争议或潜在纠纷。

此外，根据中国证监会公布的针对境外上市项目的补充材料要求，在近期境外上市项目中，中国证监会亦关注曾拆除红筹架构的拟上市企业在搭建、拆除红筹架构和协议控制架构过程中，履行外汇登记、境外投资、外商投资、税务等监管程序的具体情况，并要求发行人律师发表明确意见。

第五部分\

结语

红筹架构的拆除是一项较为复杂的股权架

构重组工程，涉及境内外法律、税务、外汇、财务及监管合规等多重维度。实践中，企业需结合自身上市计划、股东结构、资金状况及行业属性，审慎选择拆除路径，避免造成额外税务负担、历史沿革瑕疵或其他可能对上市构成障碍的问题。建议企业在律师、会计师、税务师等专业中介机构的协同下，前置规划退出路径与重组时间表，同步衔接境内外上市要求，确保拆除过程合法、高效且成本可控，为后续资本运作奠定坚实基础。 ☒



苗郁芊
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2224
miaoyuqian@zhonglun.com



姚启明
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2433
yaoqiming@zhonglun.com

当税务监管驶入深水区： 红筹架构、家族信托与回头看

作者：倪勇军 高如枫 季康华



3月31日，彭博社一则重磅新闻引爆全网：中国税务机关正强化对港股上市公司股东设立的离岸信托的征税监管。¹这绝非空穴来风，而是国内税务机关持续加码个人境外所得征管、深化跨境税源穿透式监管的重要信号，标志着针对高净值人群海外架构的查税工作，正式迈入全面从严的全新阶段。

第一部分\

2024-2025年查税动向的实务观察总结

早在2018年中国完成CRS首次信息交换时，在海外持有资产的个人便对跨境税务合规产生担忧。但在随后的数年间，税务机关虽然持续收集了相关信息，却并未直接将其用于大规模征管，而这一局面在2024年发生实质性转变。税务机关开始系统性地将CRS数据与境内个人所得税申报信息进行比对，并自2024年起进入主动核查阶段，即通过短信、电话等方式，要求纳税人就境外收入进行自查及申报。

跨越2024-2025年度的首轮核查主要针对个人持有境外金融账户（如银行账户、证券账户等）并通过金融账户取得收入（如股票分红、债券利息、炒股收入）的情形。实务中，税务机关主要关注股息和利息收入。我国税法对于个人取得前述收入均有明确的征税依据和

规则，即使在应税收入计算上有个别法律未明确的难点（比如多次买入股票的成本如何计算、同一年度或不同年度股票收入盈亏是否可以互抵、股票交易费用能否税前扣除、孳展账户贷款利息能否税前扣除等），但经过一年多的实践探索，税务机关及税务从业人员在多项操作口径上逐步形成了较为统一的执行标准。

如果说2024-2025年是对海外收入查税的一次铺垫与试水，那么进入2026年，税务机关的监管力度已明显加码。从近期动态来看，税务部门的核查范围已不再局限于个人境外金融账户，而是向更为复杂的跨境架构延伸。在这个背景下，红筹架构背后的境内自然人股东、海外信托的委托人、以及此前年度未完成申报的个人，正在成为新一轮税务监管的重点对象。

¹See China Targets Offshore Trusts in Tax Crackdown on Ultra-Rich, <https://news.bloombergtax.com/financial-accounting/china-targets-offshore-trusts-in-tax-crackdown-on-ultra-rich-1>.

第二部分\

2026年监管的重点领域和方向

根据笔者目前的观察和预判，税务机关对于2026年度海外收入查税的重点大概率指向以下三类群体：1、去年已经被通知自查但未能如期完成申报的个人；2、海外信托的委托人；3、红筹境外上市公司（尤其是有分红记录）的自然人股东。

1. 去年已经被通知自查但未能如期完成申报的个人

笔者认为，此次行动是对2024-2025年度个人境外收入自行申报情况的复查，覆盖范围既包括自查后已完成申报、但申报数据差异过大的个人，也包括尚未完成申报的个人。对于尚未完成申报的个人，税务机关将进一步加大追缴力度、持续施压并督促个人尽快履行申报义务。

从过往处理案例来看，无论个人在前期是否与税务机关进行过沟通、沟通程度如何，最终结果都体现为个人对以往年度的申报进行自行更正。换言之，即便税务机关曾对拟申报金额作出口头明示或默示的认可，亦不代表税务机关对此前申报内容的真实性与准确性作出实质性背书。这一机制客观上为税务机关对以往

年度申报进行复查预留了执法空间。

需要特别注意的是，即便纳税人此前已经自主申报过，如果在税务机关的复查中被认定仍需要补交税款的，那么补交的税款仍将依法加收滞纳金。

2. 海外信托的委托人

目前税务机关对海外信托的核查力度是史无前例的，核查数据来源主要依托于CRS交换的数据。税务机关通常会直接联系信托的委托人或其他控制方（如保护人），并要求委托人在限期内提供海外信托的全部资料，包括但不限于信托契约、资产转入环节的转移凭证、存续期间的财务资料、各类信托收益的证明文件、分配明细等。

就信托而言，目前CRS交换回来的信息基本只有两个数字：信托资产总规模，以及信托当年分配的金额。笔者在与税务机关沟通中发现，部分税务机关存在一定误区，他们往往对信托资产总规模这一数字高度关注，以为其代表了可直接征税的计税基础，这一理解实际上并不准确。

从笔者与不同税务机关交流的情况来看，目前各地对信托涉税处理的态度和口径尚不统一，显然尚未形成自上而下的统一标准，而是呈现出以下几种观点：

- 信托流派：以CRS交换回来的分配收入为基础，认同未分配到个人而保留在信托内的收入（比如上市公司分红）不应当征税，常见于历年有信托向个人做出分配的情形，这种方式和国内信托的税务认定方式较为接近；

- CFC流派：不认同信托的存在，但认同BVI公司的存在，并按照CFC（受控外国企业）的规则进行处理。在具体计税方式上，允许扣除累计的亏损、费用、支出等；

- 全透明流派：不认同信托和BVI公司的存在，直接将相关收入穿透认定为个人取得的所得，并据此按照相应口径进行税务处理。

上述做法，一方面体现了税务机关对信托的重视和关注，但另一方面则体现了在缺乏明确征税依据的情况下，税务机关倾向与纳税人进行协商的特征。

3.红筹境外上市公司（尤其是有分红记录）的自然人股东

对于红筹上市公司股东而言，其境外持股架构（包括通过海外信托持有上市公司股份的相关安排）均需依法进行严格披露。与此同时，股东持股比例变动、股份减持、上市公司派息等关键信息，也需通过上市公司公告及时对外披露。基于此，税务机关目前对于红筹上市公司历年分红情况予以高度关注并持续跟

踪，尤其针对分红保留在BVI或香港公司层面而未实际向股东个人分配的情形。

近期案例显示，除带有信托架构的红筹海外上市公司股东，未设信托架构的股东同样面临税务核查，税务机关的征税依据是个人所得税法下的受控外国企业（CFC）规则。根据该规则，由居民个人控制的低税率或零税率地区、无实质运营的控股公司所取得的利润（如上市公司股息分红），除非存在合理经营需要，否则即便未实际向股东个人分配，亦视同股东个人已取得分红，股东个人须就该部分缴纳20%的税款。若试图排除该规则的适用，则需充分证明相关公司具备实质运营活动、利润保留具有合理经营需要，或利润已实际用于实质经营或再投资等，但在实践中，此类论证难度不低。



第三部分\

后续合规建议

对于上述三类查税对象，笔者总结了以下后续合规建议。

1.及时自查与回应

对于去年已被通知自查的个人，如仍未完成申报，则建议尽快梳理境外收入并完成申报，避免因无故拖延引发更严重的法律后果（如滞纳金、罚款等）。对于已经完成申报的个人，如其去年申报时所适用的扣除项目均有合理依据并留存相应证明材料，则整体风险较为可控。此外，需特别提示，无论是否完成2024年及以前年度的补税申报，如个人2025年度仍存在类似境外收入，建议于2026年6月30日前主动完成申报，以免产生滞纳金。

对于新接到税务机关通知的个人，无论其身份为海外信托的委托人、或红筹境外上市公司的股东，均不宜无故回避或拖延与税务机关的沟通，建议至少先行建立友好的沟通渠道。

2.资料披露应把握边界

对于红筹境外上市公司的股东，尤其是设有海外信托架构的委托人，需充分认识到，信托资料的披露并非“非黑即白”的选择。在税务

检查程序中，税务机关依法有权要求纳税人提供与纳税申报相关的资料，但该要求应遵循合理范围与必要原则，并且对于提交的资料负有保密义务。具体到信托架构，委托人从信托获取分配的信息，属于应当报送的核心资料，而与纳税义务判定无关联的个人隐私信息，则不属于法定必须提供的范围。

纳税人不得无理由拒绝税务机关依法提出的资料提交要求，否则将会面临《中华人民共和国税收征收管理法》第六十二条规定的处罚，即最高一万元的罚款。因此，在面对税务机关依据法定程序提出的资料提交要求时，应准确把握资料提交的范围与边界，对于法定范围内的资料应予提供，但合法的个人隐私权益亦应依法予以保护。

3.明晰涉税项目

就信托架构而言，信托向委托人所作分配应依法纳税，适用20%的税率。因此，对于在税务机关明确的查税年度内曾获得信托分配的委托人，建议主动梳理分配金额、时间等关键信息，及时就信托分配收入主动进行纳税申报。通过完成纳税申报确保合规，避免因“经通知申报而拒不申报”而被定性为偷税，从而引发严重法律后果。请注意，有些信托会采用向委托人提供借款的方式进行类似分配的处理，此

类借款虽然不属于直接分配，但在目前的形势下，风险正在日益增加。

除委托人从信托取得的分配外，对于其他情形（包括委托人初始财产赠与信托、信托取得收益但未向委托人分配、信托内部架构调整、信托向非委托人的受益人作出分配，甚至是信托仅仅向受益人分配原始本金等）目前尚无明确的征税依据。若税务机关就上述情形提出征税主张，建议委托熟悉海外信托的专业税务律师协助与税务机关沟通，以争取最合理的处理结果。

而对于未设信托架构的红筹上市公司股东，尽管对其通过离岸公司穿透持有上市公司股份的税务处理已有明确法律基础，但执行层面仍缺少具体实施细则。因此，税务定性标准、流程以及性质，仍然是实践中绕不开的问题。

第四部分\

结语

面对本轮税务监管的快速升级，不少高净值家族及红筹架构股东或心生疑虑：海外信托在财富传承上的价值是否已被削弱？在税务透明化趋势下，信托是否仍为家族财富传承的核心工具？从实务经验与行业趋势来看，信托的核心功能并未发生根本改变，关键在于如何在

合规框架下优化其运作模式。

转换税务居民身份仍是可靠的解决路径之一。但需明确，税务居民身份的改变并非简单换一本护照即可完成，而是需要结合居所、家庭、工作、经济重心等多方面因素进行系统规划。对已设立信托架构的个人而言，重新审视并优化信托控制权，合理安排分配时点与方式，均可作为平滑税务影响的有效举措。

总而言之，各类工具与架构的运用，终须回归财富传承与风险隔离的本义。在税务透明化时代，主动规划与合规适配，远比被动应对更具现实意义。☒



倪勇军
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3568
peterni@zhonglun.com



高如枫
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3747
markgao@zhonglun.com

图解并购对赌争议系列之二(上): 博弈暗战——交易后的计谋和手段

作者：龚乐凡



对赌争议系列 · 导言

只要利益足够大，所有的“顺其自然”都可能是“蓄谋已久”。

笔者梳理中国及全球的并购对赌（业绩补偿，earn-out）条款争议真实案例，是为了从失败中反向提炼智慧——本系列将通过四个专题，系统剖析并购对赌争议的核心战场：

系列之一：从毫厘算计到斗转乾坤——从极端风险控制到定义的扩张解释，看并购交易中“精于算计”如何进化为“精于计算”；

系列之二：从道德困境到利冲暗战——当经营控制权遭遇“恶意阻挠”，买卖双方如何在法律与商业道德的夹缝中攻防；

系列之三：从技术迷雾到黑箱突围——生物医药等高科技行业，如何让“科学不确定性”服从“法律确定性”；

系列之四：从形式履约到终局之战——合同表象与实质违约的司法审查边界。

这不是一部“失败大全”，而是一本“成功指南”。每一个争议案例背后，都隐藏着若干个本可以在谈判桌上解决的问题。当我们将这些失败反向解构，就能提炼出并购成功的核心要素：Earn-out条款的设计与润色，是并购律师综合能力的终极考验。

在《系列之一：从毫厘算计到斗转乾坤》中，笔者系统复盘了科华生物案与Dematic案，见证了定价公式的缺失和产品定义的模糊如何让一桩完美的交易在毫厘之间崩塌。如果说第一篇探讨的是静态的条款“计算”，那么本篇“系列之二”将深入更为复杂、动态的领域——人性的博弈以及为了逃避对赌款支付所采用的各种“阴暗”手段。

其实，并购交割签字的那一刻，权力的天平瞬间发生了根本性的逆转。买方接过了公司的“方

向盘”，掌握了绝对的经营控制权（Operational Control）；而卖方，尽管手里攥着一份写满美好愿景的对赌协议，却实际上沦为了后排的乘客——只能被动承受买方“踩油门”、“踩刹车”甚至蓄意偏离轨道的后果。

这就是Earn-out条款中著名的“道德困境”（Moral Hazard）。买方常常面临这样一个灵魂拷问：如果不再努力推这款产品，不仅能省下大笔研发费用，还能省下巨额的对赌款，甚至能保护原本的内部竞品——买方为什么还要协助卖方实现业绩？至于真实的业绩，买方当然不会“自毁长城”，而是想办法把业绩腾挪到自己控制的但又不归属于对赌业绩的业务板块，但这样的“如意算盘”是否能够得逞？

法律赋予了买方“经营裁量权”，但这个权力的边界在哪里？当跨国巨头J公司为了保护内部竞品，而让花34亿美元收购的产品边缘化，这是正常的商业决策，还是欺诈？当游戏公司的高管在深夜询问AI——“如何合法地把创始人踢出局以规避对赌”，这留下的数字化脚印，是否会成为法庭上的致命一击？

本文将深入并购对赌的“人性深水区”，上篇将复盘近期于美国特拉华州最高法院落槌的标的公司原股东代表诉J公司案，下篇将探讨正在发酵的尝试用AI“指导”如何“合法”逃避支付义务的Krafton案，看买卖双方如何在法律与商业道德的夹缝中攻防。

第一部分\

背景与缘起：暗流涌动的数十亿美元并购交易

对于卖方而言，并购交易中最大的风险之一，往往不是产品在市场上遭遇滑铁卢，而是

核心技术在交割后被买方以“战略整合”为名遭到排挤。近期由美国特拉华州最高法院审结的标的公司原股东代表诉J公司一案，便是这样一部典型的实务警示录。

这不仅是一场关于数十亿美元现金与逾20亿美元对赌的商业暗战，更是一次关于“商业合

理努力”边界与“默示条款”适用的教科书级司法审查。

故事的起点始于J公司的“焦虑”。面对某行业寡头在手术机器人领域的绝对垄断地位，J公司将其视为“生存威胁（existential threat）”。¹为了破局，J公司早在数年前就与某顶尖科技公司联手打造了内部代号为“Verb”的手术机器人项目。然而，被寄予厚望的Verb项目却进展坎坷，深陷技术泥潭。此时，由行业先驱创立的创新型企业Auris进入了J公司的视野。²

Auris手里握有两张王牌：一张是直接对标寡头竞品的核心手术机器人平台iPlatform，另一张则是用于特定器官诊疗的内窥镜机器人Monarch。³在收购方J公司眼中，核心手术机器人是完美的“备份”甚至“救命稻草”，而Monarch机器人则能拓展其特定专科的诊疗版图。⁴于是，J公司果断出手，以超30亿美元的天价现金收购Auris，并为了弥合估值分歧，许下了最高逾20亿美元的里程碑对赌承诺。⁵

1.判决书第4页，判决书原文：
<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/2026/490-2024.html>。

2.判决书第5页。

3.判决书第5-6页。

4.判决书第10页。

5.判决书第5-6页。

6.判决书第10页。

7.判决书第16页。“‘commercially reasonable efforts’ means: the expenditure of efforts and resources in connection with research and development and obtaining and furnishing of information to and communications with applicable Governmental Entities in connection with obtaining the applicable 510(k) premarket notification with respect to the applicable Robotics Products consistent with the usual practice of [J] and its Affiliates with respect to priority medical device products of similar commercial potential at a similar stage in product lifecycle to the applicable Robotics Products...”

第二部分\

四大争议点和五大“阴暗”手法

既然是如此重要的战略性并购，为何最终双方不得不对簿公堂？以下将分析本案的四大争议点以及买方被指为逃避支付对赌款而采用的五大“阴暗”做法。

（一）争议点之一：买方的“合法”阻挠——规避对赌支付的5个阴暗手段

然而，巨大的利益背后往往潜伏着巨大的道德风险。Auris的创始团队最担心的，莫过于交割后被J公司的内部Verb项目排挤。⁶为了安抚卖方，J公司在《合并协议》中许下了庄重的承诺：将投入“商业合理努力（Commercially Reasonable Efforts）”来支持Auris产品的发展。

为了避免这一承诺沦为空头支票，双方律师在条款设计上颇费苦心，专门定制了一个“向内看（Inward-facing）”的标准——即J公司必须像对待自己内部具有类似商业潜力的“优先医疗器械产品（priority medical device products）”那样，去对待Auris的产品。⁷

这在协议谈判和签约的当时看来，似乎是一层严密的保护机制：J公司作为全球最大的医疗器械巨头之一，其内部标准必然高于行业平均水平，对标J公司的既有优先产品，理论上能

确保Auris得到顶级的资源倾斜。

但遗憾的是，这一精心设计的条款，最终未能挡住买方在经营控制权下的“阳谋”。交割

后的剧本，迅速走向了卖方最恐惧的方向，买方利用其绝对的经营控制权，实施了一系列系统性的阻挠手段。



阻挠手段一，制造内部竞争。J公司并没有像承诺的那样让Auris的产品“优先”，反而在交割数天后就启动了代号为“曼哈顿计划”（Project Manhattan）的秘密行动。⁸这构成了一场排他性的内部资源竞争。J公司强制要求Auris尚处于开发阶段的iPlatform手术机器人与J公司自家更为成熟的Verb项目机器人进行正面的

一对一“角斗”。

阻挠手段二，抽调研发资源。为了这场为期25天的“比武”，J公司征调了多名顶尖医学专家，要求两款机器人在高压下完成多项高精尖复杂手术。为了应对这场突如其来的内部战争，Auris被迫从正常的研发轨道上抽调了80多名核心骨干，没日没夜地为原型机打补丁。法庭证据显示，这种为了“比武”而进行的临时抱佛脚，在工程上相当于“用胶带和铁丝维持运转”，导致项目背上了沉重的“技术债务”，研发

8.判决书第19页。

进程不进反退。⁹

阻挠手段三，强制技术整合。如果说曼哈顿计划只是资源的分流，那么随后的“强制整合”则进一步加剧了危机。J公司高层强行推行“Project iPlatform+”战略，要求将Verb项目的部件与Auris的iPlatform系统进行物理拼接，试图打造一个“科学怪人”式的混合体。¹⁰

阻挠手段四，摧毁创业团队。在强制整合的背景下，200多名Verb项目员工被强行塞入Auris团队，这导致了法院所称的“冗余与过度的灾难”，原本精干的创业文化被大公司的官僚主义冲垮，核心工程师纷纷离职。¹¹

阻挠手段五，利用合同漏洞。更为关键的是，在下级法院的庭审中，一份绝密的内部文件成为了引爆案件的关键证据——J公司首席财务官在评估这一整合方案时，竟然直言不讳地指出，虽然混合方案会降低产品的整体估值，但如果考虑到“可以省去支付Earnout的成本”，那么这笔生意在财务上依然是划算的。¹²

这句冷酷的算计，直接击穿了《合并协

议》中关于“买方不得意图规避Earnout支付”的红线，坐实了买方的恶意。

（二）争议点之二：协议条款定义之争——“商业合理努力”如何理解？

在交易合同中常见的、耳熟能详的“最大努力”“合理努力”“商业合理努力”往往没有什么定义，一旦发生争议，在法庭上就会产生激烈的争执——一方究竟是否违反了“尽努力”的义务？

在漫长的诉讼与上诉之后，特拉华州最高法院近期做出的最终判决，为这场复杂的博弈划下了极具法理深度的句号。法院的裁决如手术刀般精准，将买方的违约责任进行了精细的切割，其中关于“努力义务”的维持与关于“首个里程碑”的推翻，值得每一位交易律师反复咀嚼。

首先，最高法院维持（Affirmed）了下级法院关于J公司违反“商业合理努力”义务的判决。¹³这里体现了“向内看”标准的双刃剑效应。J公司在骨科领域拥有另一款名为“Velys”的手术机器人，这是J公司内部公认的“优先产品”。¹⁴在庭审中，Velys成为了判定J公司违约的完美参照物（Comparator）。¹⁵

法院查明，Velys在研发过程中从未经历过像“曼哈顿计划”这样伤筋动骨的内部恶斗，也没有被强制要求去搞什么混合研发，更没有因为所谓的“商业考量”而改变原本的MVP（Mini-

9.判决书第20页。A公司 engineers spent weeks patching bugs and stabilizing the system with ad hoc software and hardware fixes—the engineering and software equivalent of Band-Aids, duct tape, and baling wire—incurring “significant technical debt” and driving the program “backwards rather than forwards in development.”

10.判决书第21页。

11.判决书第22页。

12.判决书第23页。J's Chief Financial Officer responded that the model “still assumes all Auris milestones being paid in full,” but that the combined valuation improved “when you consider what will also happen with [the] contingent payment”—that being, the milestones not being achieved.⁵³ Considering this, Gorsky approved the combination as a “good overall value case.”

13.判决书第3页。

14.判决书第16页。

15.判决书第63页。

mally Viable Product最小可行性产品) 研发策略。¹⁶——既然J公司没有折腾Velys, 却把iPlatform手术机器人折腾得死去活来, 这就构成了确凿的“区别对待”。

J公司试图辩解称, 协议中列举了包括“盈利能力”、“投资回报率”在内的10项考量因素, 赋予了其根据商业判断调整努力程度的权利。¹⁷但法院驳回了这一抗辩, 确立了一个核心原则: 这10项因素是用来指导如何更好地实现目标, 而不是用来作为放弃目标的借口; 特定的“优先产品”标准(Priority Standard) 高于一般性的商业裁量权, 买方不能用“盈利考量”来架空“同等对待”的核心义务。¹⁸

(三) 争议点之三: 僵化文字的代价——FDA审批变化里程碑支付是否影响

在收购方“手段”被识破而看似全面溃败的局势下, 州最高法院却在另一个关键战场——涉及核心手术机器人iPlatform第一个里程碑(Milestone 1) 的赔偿上, 推翻(Reversed)了下级法院的判决, 让卖方痛失了约4亿美元的赔偿。¹⁹

协议中明确约定, 这笔高达4亿美元的第一个里程碑事件(Milestone 1) 的触发条件是Auris的机器人获得FDA的“510(k)上市前”核准通知。²⁰这是一种相对快捷的审批通道, 基于产

品与已上市产品的实质等同性。²¹

然而, 在交割后, FDA调整了监管政策, 认为像该核心机器人这样具有创新性的产品不能再走简易的510(k)审批通道, 而必须走更为复杂的“De Novo”(全新申报) 分类通道。²²卖方主张, 虽然通道名字变了, 但“获得监管批准”的商业实质没变, 因此法院应当通过适用“诚信履约的默示条款”, 将合同中的“510(k)”解释为包含“De Novo”(即针对创新器械的从头分类、全新审查) 的“广义概念”, 以填补这一监管变动带来的合同漏洞。²³

对于卖方来说, 可以理解——毕竟实质性的活完成了, 而且是以更高的标准完成了——在这上面“咬文嚼字”对收款方就“不公平”了。然而, 对于这个问题, 该州最高法院给出了冷峻而坚定的否定。法院指出, “默示条款”是用来处理那些双方在签约时“根本无法预见”的意外情况, 而不是用来帮当事人事后修补一份“写得不够好”的合同。²⁴

法院认为, 对于J公司和Auris这样在医疗

16. 判决书第70页。
17. 判决书第66页。
18. 判决书69-70页。
19. 判决书第3、35、57页。
20. 判决书第13页。General Surgery Milestone: \$400,000,000 if iPlatform obtained “510(k) premarket notification(s) allowing marketing and sale of an iPlatform Product offering, with a specific indication for one upper abdominal surgical procedure and one lower abdominal procedure” by the end of 2021 (“Milestone 1”).
21. 判决书第8-9页。
22. 判决书第27页。
23. 判决书第38页。
24. 判决书第56-57页。

器械领域摸爬滚打多年的成熟主体而言，FDA监管政策的演变——尤其是对于创新医疗器械可能收紧510(k)通道——是完全可预见（Foreseeable）的商业风险。事实上，在签约前的尽职调查中，FDA就已经释放出了收紧信号。²⁵既然风险是可预见的，而双方在拥有顶尖法律顾问协助的情况下，依然在合同里白纸黑字地将付款条件“锁死”在“510(k)”这一特定术语上，没有加上“或其它同等监管路径”的兜底表述，那么这就是双方对自己风险分配的自愿选择。²⁶

也就是说，法院不能“越俎代庖”，无权通过所谓“默示条款”来揣度双方当时的原本意思表示、进而改写双方明确约定的触发条件。²⁷

这一裁决给所有从事受到高度监管行业并购的律师敲响了警钟：在涉及监管审批（如FDA、NMPA批文）的对赌条款时，**切忌使用单一、固化的技术性定义；一旦监管环境发生变迁，僵化的定义就会成为扼杀对赌款的绞索。**



（四）争议点之四：欺诈不受契约保护——“排他性救济”防线的破局

除了针对核心产品违约责任，本案在欺诈（Fraud）认定上的突破同样触目惊心。这一战场转移到了Auris的另一款拳头产品——Monarch内窥镜机器人上。不同于前者遭遇的“冷暴力”（资源剥夺），后者遭遇的是一场“半哄半骗”的“热诱导”——争议焦点集中在一项金额高达1亿美元的药械产品审批里程碑支付前提上。²⁸

这1亿美元的里程碑的触发条件并不是Auris的Monarch机器人单独获批，而是要求Monarch机器人必须结合J公司自家研发的一款特定导管（NeuWave FLEX catheter）共同获得FDA许可。那么一个问题自然就在谈判中浮现——如果是你收购方J公司自己的这款产品出了问题，导致这项里程碑没有达到，那“算谁的呢”？

其实，J公司当时正在对自己这款导管进行临床试验，结果发生了患者死亡事故，FDA还对此启动了调查（For-cause investigation）²⁹。这是一个足以让审批停摆的重大负面消息。

25. 判决书第53-55页。
26. 判决书第51-52页。
27. 判决书第56页。
28. 判决书第74页。
29. 判决书第12页。

J公司在谈判中选择了隐瞒，用“高度确定”的谎言诱导卖方在价格上做出了让步。³⁰

这意味着，只要这根导管批不下来，这个所谓“捆绑组合”的1亿美元里程碑就绝对无法达成。而在谈判最后阶段，双方对收购价有1亿美元的差价分歧。J公司CEO为了不付这笔前端现金，极力劝说Auris把这1亿美元放在“组合产品获批”的Earn-out里程碑里。为了让Auris放心，他拍胸脯保证这事儿“高度确定，就像预付款一样”。

实质上，J公司是拿一个自己明知已经“暴雷”的自家部件，拼凑了一个可能注定无法达成的对赌条件，用谎言“白嫖”了卖方1亿美元的前端现金让步。

面对欺诈指控，J公司援引了并购协议中的“排他性救济条款（Exclusive Remedy Clause）”，试图主张合同约定的赔偿上限是卖方的唯一救济途径。³¹

通常情况下，这一条款能有效阻断合同外的索赔。但法院再次展现了对“反依赖（Anti-reliance）”原则的精准适用：虽然J公司在合同里声明了“不依赖卖方的合同外陈述”，但卖方Auris却没有在合同里做出对等的声明。根据过往司法判例确立的原则，只有**当受害方在合同中明确、清晰地声明“我没有依赖合同之外的任何承诺”时，欺诈索赔才能被排他性条款阻断。**³²

看来出售方的律师在并购谈判中守住了专业底线——由于缺少了这关键的一句话，J公司的“排他性救济”盾牌在欺诈面前失效了。

这一判决再次印证了特拉华州法律的底线：法律尊重契约自由，但绝不容忍谎言被契约所庇护——除非受骗者自己明确承诺“我自愿忽略那些谎言”。³³

第三部分\

结论：暗流涌动与火眼金睛

J公司案的终局，绝非只是一场旷日持久的诉讼。它真正揭示的，是并购对赌中最隐秘的道德博弈——当利益足够大，“战略整合”与“阻挠违约”之间只有一步之遥；而这一步是否被跨越，往往取决于几行被遗忘的内部文件，或一个没有被明确排除的合同术语。

这份判决书，是一面照妖镜，照出了并购对赌中最为幽暗的人性与最为复杂的法理规则。它警示我们，

- “商业合理努力”绝非一句空洞的口号，只要找到精准的参照系（如本案中的Velys机器人），它就能成为刺破买方“经营裁量权”面纱

30. 判决书第74-75页。
31. 判决书第80页。
32. 判决书第81-82页。
33. 判决书第84-85页。

的利剑。

- 出售方最终能否在法院找回“正义”，离不开之前在谈判时候对文本的严谨和“较真”——法律对文本的尊重是近乎苛刻的，一个监管审批术语的僵化使用，足以让数亿美元的对赌款在监管变迁的浪潮中化为乌有。

- 谈判中口头的承诺和“说服”，是否构成误导甚至欺诈，是一个重要的专业判断。在这个由几十亿美元堆砌的赌局中，不仅需要“精于计算”的商业头脑，更需要对每一个法律定义进行“像素级”的专业“死磕”，稍有不慎，损失的就是数亿美金。

然而，J公司案中，买方的手段毕竟还留守于传统的资源调配与条款解释之间。如果说这是一场经验老到的棋手在棋盘上的博弈，那么在大洋彼岸另一场正在发酵的对赌暗战中，买方的“算计”已经以一种令业界瞩目的方式完成了“升维”——他转身向ChatGPT寻求了答案，而那串数字化的问询痕迹，最终以原告证据的形式，出现在了法庭的陈述之中。

这场围绕2.5亿美元业绩补偿（Earnout）的猎杀，以及从两案中提炼出的四道防线，请见《并购对赌争议系列二（下）：AI问计——合法赖账能否得逞》。

（王夷磐对本文亦有贡献）



龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3608
lefangong@zhonglun.com

特殊股东权利的争议现状与司法认定 ——从争议解决角度看私募股权投资

作者：吴坤 李崇文 刘梦馨 陆迪



在私募股权投资实践中，投资人为保障自身权益，通常会在投资协议中约定一系列特殊股东权利。这些特殊权利主要分为旨在参与治理、防范道德风险的控制类权利，旨在保障投入资本安全的经济保护类权利，以及为了实现投资变现、锁定收益的退出保障权利进行设计和谈判。笔者系统梳理了近年来涉及特殊股东权利的司法裁判案例，并整理了纠纷高发的七种特殊股东权利的主要争议问题及裁判倾向，谨撰此文以飨读者。

- 控制类：董事/高管委派权
- 控制类：一票否决权
- 经济保护类：反稀释权
- 经济保护类：优先购买权
- 经济保护类：强制分红权
- 退出保障类：回购权
- 退出保障类：优先清算权

第一部分\

控制类权利的常见争议及司法倾向

在私募股权投资领域，投资机构虽然通常不会强势地参与目标公司的日常经营事项，但为了防范创始人股东及公司方的道德风险，通常均会通过协议及章程约定投资人参与公司治理的权利，实践中常见的此类权利包括信息知情权、通过委派董事/高管参与公司治理的权利，以及在董事会及/或股东会特殊的表决权

等。其中，知情权和董事会/股东会层面的公司治理可以直接依据《公司法》项下相对成熟的知情权制度及决议瑕疵制度进行救济，投资人在此领域的特殊权利多系基于既有权利的完善和补充，实践中争议不大。值得关注的，是基于投资人在协议中享有的推荐/提名、委派/委任董事/高管权利（以下简称“**董事/高管委派权**”），以及在董事会/股东会层面一票否决权所衍生的相关纠纷。

（一）董事/高管委派权

1. 委派约定的效力与公司自治的衔接争议

对于全体股东协商一致确定的董事/高管委派条款，如无其他违反法律法规强制性规定等无效事由的，司法实践倾向于认为该等约定有效¹，对此并无争议。但该等约定是否需要经过目标公司有效决议才能实现，实践中存在争议，核心取决于对当事人意思表示的解读：

其一，若协议约定股东享有对董事、高管直接的任命权或委派权，部分法院可能支持该等股东有权直接委派，无需再经股东会选举。但即便持此观点，法院亦倾向于认为监事及监事会成员有法定组成方式，如约定股东对监事有“任命权”，该条款应属无效²。同时，亦有持相反观点的法院认为，董事、高管与公司之间属于委托合同关系，其任命的有效性取决于公司是否作出了有效的股东会决议；故即便股东协议中明确了“委派/任命”之权利，在目标公司层面如未经有效股东会决议，在公司与董事/高管之间的委托合同亦应认定为无效，无法达成相关人员的有效任职³。

其二，若协议约定股东享有对董事/高管的“提名权”，特别是明确约定股东有权提名/推荐/委派之权利后还需要经过股东会决议或选举的，裁判机构会倾向于认为，被提名人仍需通过股东会决议等决议程序方能正式任职⁴。在此

情况下，如协议约定投资人委派权，而股东会/董事会作出的任免决议与协议约定冲突，可能构成对投资人股东权利的侵害⁵。但从笔者代理过的相关案件经验看，投资人对此的救济路径仍然有赖于通过公司内部治理方式进行，合同纠纷上即便被认定为构成违约，损失的认定也存在极大的难度。

2. 受委派董事/高管履行职务及潜在责任范围的争议

依据《公司法》的相关规定及通行司法实践，股东委派的董事、监事、高级管理人员需要依法依规对目标公司履行忠实勤勉义务。如因履职发生争议的，法院会根据委派人员在公司履行职能的具体情形，来判断其是否违反忠实勤勉义务⁶。在具体责任认定的层面，投资人委派的董事、高管整体上与目标公司自行选任的董事、高管并无实质区别；也因此，委派行为本身通常不导致股东对受委派人员的个人行为承担连带责任，董事、高管个人才是依法依规对公司负有忠实和勤勉义务的对象⁷。

具体到被委派董事、高管的潜在责任及风险，实践中的核心争议是如何确认违反忠实勤

1. 参见（2017）最高法民再172号案例。

2. 参见（2018）沪01民终3104号案例。

3. 参见（2019）京02民终10222号案例。

4. 参见（2022）京02民终10192号、（2021）鲁04民终2309案例。

5. 同注1。

6. 参见（2021）最高法民申992号、（2023）京02民终6785号、（2020）沪民终550号案例等。

7. 参见（2021）晋05民终883号案例。

勉义务后需承担责任的范围，集中在可行使归入权的“收入”范围大小、赔偿责任的承担及二者能否并行主张。具体而言：

其一，当董事、高管违反《公司法》第一百八十一条至第一百八十四条忠实义务并获得收入的，需要依法将所得收入归入公司。但实践中，对于应当归入的范围认定有所不同：目前司法实践中的倾向性意见遵循严格文义解释，认为“收入”不扣除成本⁸。但也有部分法院认为，公司不应因行使归入权获益，归入权的“收入”应当综合投入成本等具体认定，而非等同于所有营业收入⁹。

其二，如因董事、高管违反忠实勤勉义务给公司造成损失的，依法需要承担赔偿责任。司法实践中，对于具体人员的责任认定正逐步从模糊向精细化审理转变，目前更趋向于根据过错程度、行为与损失的因果关系、履职影响程度等因素，确定比例责任而非一概连带¹⁰。在此趋势下，投资人委派的董事、高管是否能够争取相较于公司自行选任的董事、高管而言更轻的赔偿责任存在探讨空间，但可能的解释路径更多应该从信息的可达性、履行影响等客观角度来予以论证，但单纯“投资人委派”的身份不足以成为有效的减责免责事由，这也为投资人委派董事、高管在目标公司履职过程中的决策立场、决策程序和额外的履职动作提出了更

高的要求。

其三，在公司行使归入权后仍无法填平实际所受损失的情况下，公司是否可以在同一案件中向董监高请求损失赔偿。目前主流观点认为，公司行使归入权后损失仍未填平时，对于剩余部分损失仍可主张损害赔偿¹¹。但亦有法院认为，由于归入权与损害赔偿请求权基础不同，在单一案件中应择一进行主张¹²。

（二）一票否决权

一票否决权系实践中具有一定话语权的投资人为了避免目标公司经营、业务及公司治理等重大事项出现大的变动，在公司决议层面保有的强势条款。实践中，该权利常见的纠纷核心围绕着权利人行权效果展开，即行权受阻时如何救济，以及滥用一票否决权的效力及法律后果。

1. 一票否决权被侵害时的救济路径

投资人股东或其委派董事的一票否决权如经过全体股东同意或写入公司章程，则当该股东/董事行使一票否决权后，如公司其他股东或董事仍强行通过相关决议的，实践中行使一票

8. 参见广东省高级人民法院发布2024年度商事金融十大案例之七：张某芝与某投资公司等损害公司利益责任纠纷案。

9. 参见（2021）最高法民申1686号、（2023）沪02民初55号案例。

10. 参见（2022）最高法民再232号“斯曼特案”，相关分析可详见笔者《从“斯曼特”案最高检抗诉改判谈起：董监高责任中损害赔偿与归入权的竞合》一文。

11. 参见（2025）宁01民终4913号、（2020）京02民终8216号案例。

12. 参见（2021）浙10民终2770号、（2024）沪0113民初18992号案例。

否决权的股东/董事主要存在两种《公司法》项下的救济路径：其一，依据《公司法》第二十七条等请求确认决议不成立¹³；其二，依据《公司法》第二十六条等主张撤销决议¹⁴。

2. 滥用一票否决权情形的认定及后果

在部分情形下，也存在公司或相关股东、董事主张投资人股东/董事滥用一票否决权的情况。但依据目前的司法实践，如提出滥用否决权的主张，则需提供充分证据证明股东参加过相关会议并行使过一票否决权，并需额外证明其并非基于商业利益和风险提出反对意见，而系恶意滥用权利阻碍公司正常生产经营。¹⁵在足以证明存在股东或董事滥用一票否决权的情况下，挑战该等特殊权利的目的更多是对于正常公司治理秩序的恢复，但也可能涉及具体的经济利益。裁判机构在认定时会考察其权利地位及影响，通常的法律后果包括但不限于如下方面：

第一，如股东或董事滥用一票否决权给公司或其他股东造成损失的，应当承担赔偿责任。但该等赔偿的损失范围需由受害方承担举证责任，因通常情况下滥用一票否决权的行为可以通过公司自治得到救济，故实践中暂未见因此产生的大额赔偿案例。

第二，如果股东/董事滥用一票否决权影响了股东会或董事会决议的效力，可能导致决议

被撤销或认定为无效，其原理及依据与投资人主张一票否决权被侵害的情形一致。

第三，公司的股东滥用一票否决权，亦有可能导致公司股东会机制失灵、无法就公司的经营管理决策等作出决议，造成公司僵局，其他股东可能提起公司解散之诉¹⁶。

第四，在私募股权投资退出的情形下，如投资人股东曾经不当行使一票否决权，可能会影响到其依约主张股权回购被支持的金额，甚至可能会影响最终主张该等权利被支持的可能性。如在主张股权回购的情况下，义务人抗辩回购条件成就系因投资人对于涉回购条件相关事项行使一票否决权导致，法院可能会认定投资人恶意促成条件成就，或至少对回购条件成就具有过错，进而对其回购金额予以下调¹⁷。

第二部分\

经济保护类权利的常见争议及司法倾向

为了保护在持股期间投资人的权益不受到继续融资的损害，进而保障投资资本的安全与

13. 参见 (2021) 沪0101民初22327号、(2018) 粤01民终21382号案例。

14. 参见 (2024) 云01民终10018号案例。

15. 参见 (2019) 京01民终1905号、(2014) 沪二中民四(商) 终字第330号案例。

16. 参见2012-18-2-283-001号入库案例。

17. 参见 (2021) 粤01民终18295号案例。

基本回报，常见的交易安排中会赋予投资人股东反稀释权、优先购买权、领售权、共同出售权、强制并购权、优先分红权等一系列特殊权利。该等权利中绝大多数都是借鉴于成熟市场中的常见条款，但实践中部分条款被实际使用的概率很低，也相应地缺少典型性争议。鉴于此，笔者仅对其中相较而言容易出现争议的权利进行如下梳理和总结。

（一）强制分红权的争议及司法倾向

依据《公司法》第二百一十条、第二百一十二条等规定，公司利润需要在做出分配利润决议之日起的六个月内进行分配，同时利润分配应以等比例分配为原则。如要进行非等比例分配的，有限责任公司全体股东约定不按照出资比例分配利润，或股份有限公司章程另有规定的除外。基于此，在股东或投资协议中约定目标公司应定期将不低于一定比例的累计未分配利润向特定/全体股东予以分配的约定（“强制分红权”），实践中存在如下两大争议：

第一，协议约定的分红条款是否可以视为股东会做出的利润分配决议。对此问题，实践中观点比较明确，即不按出资比例分红或强制分红约定如要产生替代股东会决议的效力，需要经全体股东一致同意，并载明具体的分配方案，且该等方案须不损害公司及债权人利益。¹⁸

第二，投资人股东能否依据协议约定直接要求分红。依据目前的司法实践，该主张能否得到支持有赖于强制分红约定的具体情形：如果约定强制分红条款的协议或决议已由全体股东签署，且满足分红的前置条件，则要求分红的主张可能会得到支持¹⁹。但如果强制分红条款仅在投资协议中约定，而未经全体股东同意；或约定由公司直接支付固定收益、违反分红前置程序的，相应分红或“变相分红”主张将可能无法获得支持。²⁰

（二）反稀释权的主要争议及裁判倾向

1. 反稀释权的内容及效力

在存在多轮融资的情形下，前轮投资者通常会要求约定反稀释权，即要求目标公司新一轮次增资/融资价格/估值不得低于本轮，否则投资者有权获得股权或者现金补偿。对于经全体股东协商一致确定的反稀释条款，如无其他违反法律法规强制性规定等无效事由的，原则上应认定为有效²¹。

2. 反稀释权触发时的履行效果

视承担补偿义务的主体不同，裁判机关对

18. 参见（2020）最高法民申3891号、（2018）最高法民终765号、（2017）最高法民申2872号、（2022）粤1971民初15030号案例。

19. 参见（2017）最高法民申2872号。

20. 参见2023-08-2-270-001号入库案例、（2020）豫民终1104号案例。

21. 参见（2019）京03民终6335号案例。

于反稀释权的可履行性呈现不同态度。若反稀释情形触发时，股东（通常为创始人/实控人股东）负有股权补偿或现金补偿义务，则在投资人向股东主张股权或现金补偿时，该等请求通常会得到法院的支持²²。但如该情形下，补偿义务主体为公司，则在投资人向公司主张股权或现金补偿时，裁判机关是否支持，实践中案例相对较少。但原则上，对于公司增发新股，应以公司作出有效的增资决议为前提；对于公司现金补偿，仍应遵循资本维持原则，特别是关于依法分配利润的相关规定。

3. 侵害反稀释权的合同及决议效力

如反稀释权受到侵害，权利人可基于有效约定要求义务人继续履行或赔偿损失。若投资人股东可证明，义务人与新投资者等主体之间明确存在《民法典》所规定的合同无效事由（例如恶意串通侵害投资人反稀释权的），有案例认定此类协议无效²³。

对于侵害反稀释权之目标公司决议效力的认定，实践中案例较少。但原则上，对于此类决议效力的判断，仍应回归《公司法》第二十五至第二十七条之规定进行分析和认定。有部分法院认为，经全体股东一致同意订立的股东协议在效力上等同于公司章程，如果公司股东利用表决权优势、通过修改公司章程等方式剥夺股东的该等特别权利，则此类决议应被认定

为内容违反公司章程，可予撤销²⁴。甚至，有法院认定此类决议属于股东滥用权利，因违反《公司法》第二十一条之规定而无效。²⁵基于这一裁判标准，侵害反稀释权的决议，存在被认定可撤销或无效的可能性。但是，在现行司法实践中，股东协议在公司治理层面的效力级别呈下降趋势，故未来法院是否仍会采取前述标准，存在较大不确定性。

（三）优先购买权

在股权投资中赋予投资人股东的优先购买权，需要区分有限责任公司、股份有限公司和合伙企业之不同被投企业情形来分析和判断。

1. 有限责任公司股东的优先购买权

依据《公司法》第八十四条、第八十五条，《九民纪要》第8条、第9条等规定，有限责任公司优先购买权制度的运行规则相对清晰：

其一，依据《九民纪要》第9条，股东违反优先购买权规定与第三方签订的股权转让协议原则有效，除非存在其他《民法典》所规定的影响合同效力的情形。

其二，依据《九民纪要》第9条，若股东

22. 参见（2021）京03民终11017号、（2021）沪02民终7164号、（2018）粤0305民初692号案例。

23. 参见（2022）京0102民初802号案例。

24. 参见（2017）最高法民再172号案例。

25. 参见（2016）湘民申1612号案例。

有效行使优先购买权，则转让方股东与第三方签订的股权转让协议原则将无法继续履行。有部分法院认为，股东将股权转让给第三方的处分行为无效。²⁶

其三，依据《公司法解释四》第二十一条，优先购买权人自知道或者应当知道行使优先购买权的同等条件之日起三十日内、或者自股权变更登记之日起超过一年未行使优先购买权的，权利消灭。另需注意，《公司法司法解释》（征求意见稿）中对于行权期限有所调整，将“股权变更登记”起算点调整为“股东名册变更”，而仅在公司没有置备股东名册的情形下，才以办理变更登记之日作为起算点。前述规定尚未正式实施，未来裁判导向如何，仍待进一步观察。

2. 股份有限公司股东的优先购买权

结合现行司法实践，股份有限公司的优先购买权制度多见于公司章程及股东协议，该等规定及约定原则有效。视约定优先购买权制度的文件不同，判定该等权利可履行性及违反后果的法律规范将存在一些差别：

首先，关于股份转让协议的效力。无论是基于协议约定还是章程规定，如股东侵害其他股东的优先购买权而将股份转让给第三方的，新的股份转让协议均原则有效，除非存在《民法典》所规定的合同无效情形。

其次，关于股份转让协议的可履行性。在股东协议约定的优先购买权被违反的情况下，转让股东对股份的处分权通常不受限制，但需向股东协议中行使优先购买权的股东承担违约责任。²⁷与此同时，若标的公司亦为协议缔约方，且股东协议约定标的公司不得为侵害优先购买权的股份转让办理变更股东名册等手续的，实践中，将较容易产生争议。而在章程规定的优先购买权被违反的情况下，转让股东对股份的处分权是否受到限制，实践中存在一定争议²⁸。同时，股份有限公司章程关于优先购买权的规定，对人民法院的强制执行活动没有约束力。²⁹

另需注意的，《公司法司法解释》（征求意见稿）第四十八条规定，“非上市的股份有限公司的股东依据公司章程中有关其他股东在同等条件下享有优先购买权的规定，向转让人主张行使优先购买权，人民法院不予支持，但是受让人知道或者应当知道公司章程规定的除外。”如果该规定最终得以实施，则股份有限公司的优先购买权制度预计将产生较大的变化。

3. 合伙企业中有限合伙人的优先购买权

有限合伙人转让股份时，其他合伙人是否享有优先购买权，《合伙企业法》无明确规

26. 参见（2024）浙02民终1963号案例。

27. 参见（2020）沪0117民初9687号案例。

28. 认为处分权受限的案例，参见（2020）最高法民终1224号案例；认为有处分权的案例，参见（2023）新01民终6663号案例。

29. 参见2023-17-5-203-021号入库案例。

定，实践中亦存在一定争议。全国人大常委会法工委在《中华人民共和国合伙企业法释义》持否定观点：除非合伙协议另有约定，否则此种情况下其他合伙人不享有优先购买权。

第三部分\

退出保障类权利的常见争议及裁判倾向

在私募股权投资领域，最佳的退出方式始终是通过上市或并购的方式实现更高的投资回报。但随着近年来资本市场持续波动，因未能如期上市、未能完成业绩补偿等原因带来的协议退出，或是在目标公司状况更差情况下选择清算退出成为了投资机构的迫于无奈的最后选择，也因为其作为最后权利救济路径，在主张过程中争议频发。

（一）关于回购权的常见争议问题及司法倾向

对于回购退出的法律争议，引发了私募股权投资争议乃至商事诉讼仲裁争议领域里最为广泛、激烈的讨论。囿于本文的体例和篇幅，笔者在此仍仅就核心争议点及裁判趋势进行提纲挈领式的梳理和总结。

30. 参见2024-08-2-269-003号入库案例。

1. 目标公司作为回购义务人的主要争议

（1）公司回购的效力及可履行性争议

依据《九民纪要》第5条，公司回购条款原则有效；《公司法司法解释》（征求意见稿）第三十七条亦延续了这一立场。但关于公司履行回购义务是否必须依法履行减资程序，目前司法实践中仍然存在分歧。法院通行观点认为，若公司未依法履行减资程序，基于对债权人保护的考量及资本维持原则的限制，投资人股东无权要求目标公司继续履行支付股权回购款的合同义务³⁰，此时构成法律上的一时履行不能。但基于最新的审理实践及倾向，在部分仲裁案件中，如公司存在偿付能力，或股东有关于应当配合减资甚至形成预先减资决议等在先明确约定的情况下，如无相反证据，投资者主张目标公司支付回购款的请求，在未完成减资程序情况下仍有一定可能得到支持。需要注意的是，《公司法司法解释》（征求意见稿）第三十七条再次明确“公司未依法履行减资程序或者依法分配利润，当事人请求继续履行的，人民法院不予支持”，在该规定正式实行之后，仲裁机构是否会基于明确的规定与法院保持一致裁决思路，仍有待实践检验。

（2）目标公司未减资时各方的违约责任

如因目标公司未减资导致无法履行回购义务的，公司是否应当就该等无法履约承担约定



的违约责任，司法实践及学界在理论上存在争议。部分观点认为，基于资本维持原则，公司亦不应承担违约责任，《公司法司法解释》（征求意见稿）第三十七条即持此观点。另有部分观点认为，公司承担违约责任无直接障碍，但需考虑未履行减资程序/不符合利润分配条件本身是否构成违约，损失金额以及因果关系等具体构成要件。但整体上，实践中即便支持违约责任，其赔偿范围也至多限于逾期回购的利息损失，基本不会支持回购款金额。³¹

但无争议的是，如目标公司未能完成减资系因股东特别是控股股东之原因导致，在协议中明确股东存在配合义务的情况下，投资人股东向该等违约股东主张违约责任，司法实践主流观点均予以支持。但实践中，裁判机构会考虑协议中关于股东合同义务的拘束力和强度，是否存在“必须投赞同票”等明确义务，并兼顾

损失金额、因果关系来综合认定，对于投资人股东而言的举证难度较大。在无法实现“恶意阻止条件成就”的证明责任情况下，实践中多见参照约定的违约金标准进行赔偿。³²

（3）股东对公司回购义务的连带责任

约定股东为公司回购义务承担连带责任的约定原则有效，但在具体适用时，需要首先识别该等连带责任的性质构成债务加入还是单纯的保证，如构成前者，则该等连带责任构成独立债务，股东应当履行，无权以目标公司未减资为由进行抗辩。

实践中存在争议的是，如该等连带责任构成保证，基于保证的从属性，股东能否援引目标公司关于未履行减资程序的抗辩来暂不承担保证责任，实践中存在争议。认为可以援引、进而实现免责的观点³³，与认为不得援引、仍需承担保证责任的观点³⁴并存，但整体上后者系目前的主流倾向。《公司法司法解释》（征求意见稿）第三十七条第二款关于“第三人提供担保，投资者请求该第三人承担担保责任的，人民法院应予支持”的规定，也被解读为固定了这一入库案例确认的裁判倾向。

31. 参见（2021）湘民终960号、（2025）粤03民终6027号、（2021）京民终495号、（2024）浙0108民初1530号案例等。
32. 参见（2021）京0101民初13462号案例。
33. 参见（2020）最高法民申2957号案例。
34. 参见2024-08-2-269-007号入库案例、（2025）沪民申139号案例。

(4) 公司破产对回购义务履行的影响

依据《企业破产法》第十八条之规定，破产管理人有权解除约定有回购权的协议。如管理人行使解除权，则在协议解除后，目标公司将免于承担回购义务。此时如因此导致公司需承担赔偿责任的，该等债权经过确认后，将作为普通债权处理。同时，即便管理人未行使解除权，因破产状况下目标公司客观上无法完成减资程序，该等主张也难以得到支持。

2. 股东作为回购义务人的主要争议

股东为回购义务人的约定原则有效，投资人有权依约请求股东履行回购义务，实践中对此并无争议。

(1) 目标公司为股东承担连带责任的效力及履行

对于目标公司为股东回购投资人股东股权义务承担连带责任的约定，实践中仍需首先识别其性质构成保证还是债务加入。

若构成保证的，实践中对于目标公司为股东回购股权义务提供担保的约定效力存在争议。部分观点认为，基于资本维持原则或禁止财务资助原则，公司不应在此情形下承担担保责任，此类约定无效³⁵。但实践中更多观点认为，裁判机关应将审查重点放在公司提供保证担保的约定效力以及可履行性上：一方面，在效力层面需结合《公司法》第十五条（公司对

外担保）、第一百六十三条（股份公司禁止财务资助）等规定进行审查³⁶。另一方面，关于目标公司担保责任的可履行性，有观点认为需单独实质审查公司履行该等担保责任是否违反资本维持原则³⁷；但也有观点认为，在合同有效的前提下，无需做此种审查、可以直接支持³⁸。

若该等约定构成债务加入，整体裁判规则及倾向与保证责任无实质差别。但因债务加入的责任比保证更重，故有观点认为，在债务加入情形下，投资人将承担更重的审查义务。

(2) 目标公司破产对股东回购义务的影响

与目标公司回购不同，目标公司破产通常不影响股东的回购义务。但如投资人的出资人权益已被调整清零、进而无法向股东转让股权的，则股东将有权援引《民法典》第五百二十五条等规定，主张同时履行抗辩，拒付回购款。

3. 共性争议：行权期限及行权顺序的补充约定

(1) 行权期限及超期未行权的后果

对此问题，司法实践中存在争议，且该争议已经从泛泛的回购权的性质之争，逐渐明确为《公司法司法解释》（征求意见稿）第三十八条中确认的，依据当事人关于回购行权条款

35. 参见（2015）二民（商）终字第12699号案例。

36. 参见（2017）最高法民再258号案例。

37. 参见（2021）京01民终5809号、（2024）粤0112民初15099号案例。

38. 参见（2020）最高法民申6603号案例。

约定之意思表示，区分不同情况分别认定的争议思路。参考前述规定的三款具体规定可知：

一方面，若协议约定投资人股东在回购条件成就或回购期限届满后，即确定发生由回购义务人支付股权回购款、受让标的股权之义务，则投资人此时要求行使回购权更可能被解读为请求权，进而适用诉讼时效的规定。³⁹

另一方面，若协议约定在回购条件成就后，投资人对于是否回购明确享有选择权，即投资人可以继续持有标的股权、也可以请求义务人回购的，则回购权的性质更有可能被解读为属于形成权，并进而需要在合理期间内行使；⁴⁰但该等情况下的认定亦存在一定争议⁴¹。

《法答网精选问答（第九批）》曾明确“合理期限”应以6个月为宜，但该意见颁布后即引发了较大争议、亦未能得到一以贯之的适用⁴²。

（二）在后轮次投资人的优先回购权

在目标公司存在多轮融资的情况下，如回购义务人不足以回购全体投资人股东之股权的，通常会赋予在后轮次投资者的优先回购权，并对于同一轮次的投资人股东明确按比例受偿的规则。在该等规则下，如劣后轮次投资人在实践中优先提起回购主张的，裁判机构如何处理不同轮次投资者之间的权利冲突，实践中存在两种不同的思路。

有观点认为，裁判机构应主动审查关于“后进先出”的特殊约定，如约定有效则倾向于支持，并视情况选择直接驳回，或在裁判主文中直接明确优先顺序、交由执行阶段处理的方案。特别是在诉讼程序中，优先轮次投资人存在以第三人身份加入劣后投资人对赌纠纷案件、阻却其行权的客观可能性，这也加大了法院适用该等条款予以裁判的可能性。⁴³

亦有观点认为，对该等约定不做主动审查，在彼此独立的裁判文书中各自支持回购义务人向不同轮次投资者分别履行回购义务。在实践中，并非所有执行法院在执行裁判文书时均会考虑该等轮次约定，如劣后顺序投资人优先受偿的，可能需要优先权利投资人通过违约赔偿方式主张救济。但目前暂未看到关于投资者之间因轮次约定而主张违约赔偿的公开案例。

（三）关于优先清算权的效力及履行争议

关于优先清算权的效力及履行，实践中对于前者的争议案件较多，后者的纠纷案件则相对较少。但基于目前的司法案例情况可知，在要求确认优先清算权是否有效的争议案件中，

39. 参见（2025）粤民终961号案例。
40. 参见（2024）沪01民终12277号案例。
41. 参见（2025）青民再204号案例。
42. 参见（2024）京02民终13539号案例。
43. 参见（2018）浙06民初79号案例。

法院均倾向于支持该等约定的效力，认可股东有权通过协议自行决定法人清算后的剩余财产分配问题。⁴⁴

在此基础上，如公司按照优先清算权的安排履行的，法院原则上认可依约执行的效果，如其他投资人主张按照该等约定顺序清算损害自身合法权益的，法院不予支持。但相应地，如公司剩余财产不足以支持优先分得的请求的，此时优先清算权人的权利客观上无法实现，相关清算主体亦不因此承担责任。⁴⁵此外，如公司能履行但未履行优先清算权的情况下，权利人是否可以主张继续履行或赔偿损失，实践中会存在公司法和合同法的适用衔接问题，但目前未看到典型案例，相关具体规则仍有待于实践进一步确认。

第四部分\ 结语

综上所述，股权投资领域特殊股东权利的纠纷呈现出类型化、复杂化的特点。司法实践对于各类特殊权利的效力认定、行使条件、救济路径等问题已形成一定的裁判规则，但在诸

⁴⁴ 参见 (2020) 川01民终9209号、(2020) 浙04民终2163号案例。
⁴⁵ 参见 (2020) 川01民终9209号案例。

多细节问题上仍存在分歧和不确定性。笔者会持续关注该领域的最新动向，抛砖引玉，共同促进相关裁判规则和交易文件的完善。✉



李崇文
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2888
lichongwen@zhonglun.com



吴坤
非权益合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2883
wukun@zhonglun.com

私募基金信息披露义务与法律责任的全景解析——基于私募投资基金《信息披露监督管理办法》与《信息披露实施细则》

作者：张保生 李瑞轩



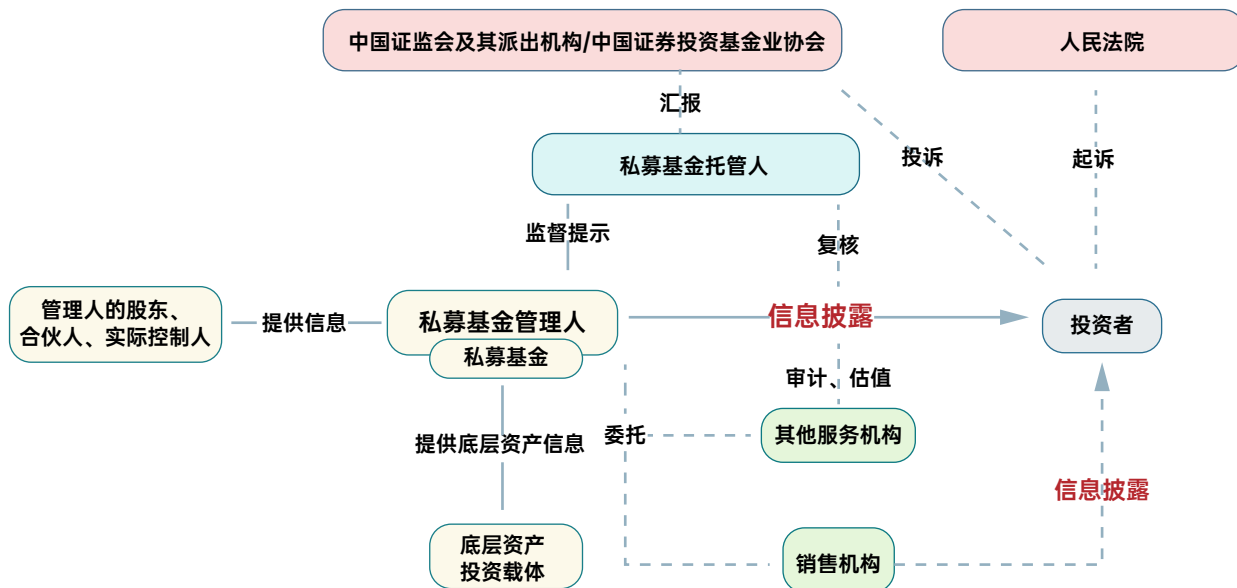
截至2026年1月，我国私募基金资产管理总规模已经突破22万亿元。但长期以来，私募基金的信息披露规范主要依赖于自律规则与合同约定，监管威慑力与执行效能难以完全适配庞大的市场体量。2026年2月27日，证监会发布《私募投资基金信息披露监督管理办法》（以下简称《信披办法》）；2026年3月13日，中国证券投资基金业协会发布《私募投资基金信息披露实施细则（征求意见稿）》（以下简称《信披细则》）。两部新规均将于2026年9月1日施行。新规对私募基金信息披露义务主体提出明确要求，为信息披露违法的法律责任认定提供规则依据。穿透披露、以实质影响投资者决策作为披露判断标准，是本次立法强调“穿透式、立体化”监管的最显著特征。本文旨在梳理不同信息披露义务主体的核心义务要求，深度解析信息披露违法时可能引致的行政、民事与刑事责任，并为私募基金市场主体提供风险防范与应对指南。

第一部分\

私募基金信息披露义务主体

根据《信披办法》，私募基金的信息披露义务主体范围显著扩容，不同义务主体之间互相配合、互相监督的职责边界划定，尤为值得

关注。《信披办法》构建了以私募基金管理人为核心，由私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人，以及托管人、销售机构、其他服务机构等多方主体协同配合的复杂信息披露义务体系（如下图所示）。



一、私募基金管理人：信息披露第一责任人

私募基金管理人是信息披露义务的第一责任人，也是私募基金信息披露体系的核心节点。私募基金管理人与其他信息披露义务人之间存在紧密的信息披露合作关系，主要体现在：

- 管理人应在“募、投、管、退”各个环节，直接向投资者披露信息
- 管理人应向托管人提供后者履行信息披露义务所需信息；并应接受托管人的监督，按照托管人的提示，纠正或履行进一步的信息披露义务
- 管理人委托私募基金销售机构向投资者披露信息，或者委托私募基金服务机构（如会计师事务所、评估机构）辅助履行信息披露义务的，应及时为后者提供相关信息；但管理人不因委托他人而免除自身责任，而应监督后者妥善履行信息披露义务
- 管理人应督促其股东、合伙人、实际控制人主动告知信息披露相关的事项
- 管理人应向私募基金底层资产的具体投资载体获取有关底层资产的信息，进而向投资者披露关于底层资产的投资路径及具体情况

二、私募基金托管人：信息披露的复核人、监督人与吹哨人

长期以来，私募基金托管人“重托轻管”，

在信息披露方面鲜有作为。《信披办法》赋予托管人更多实质性信息披露职责。托管人既是信息披露义务人，又是复核人、监督人与吹哨人，信息披露的复核、监督与报告义务将成为私募基金托管人的核心职责之一。

- 托管人作为信息披露义务人，应出具托管报告、披露基金托管协议
- 托管人作为复核人，应当复核、审查私募证券投资基金的财务情况等有关信息，并按规定出具复核意见
- 托管人作为监督人，发现管理人信息披露存在问题时，应提示管理人纠正；如管理人拒不改正，托管人应提示管理人履行信息披露义务，并应向基金业协会、管理人注册地证监局报告
- 托管人作为吹哨人，发现已经或者可能对投资者权益产生重大负面影响的情形时，应及时提示管理人履行信息披露义务；如发现管理人涉嫌侵占、挪用私募基金财产或者失联的，应及时向基金业协会、管理人注册地证监局报告

三、私募基金销售机构：信息披露义务的“第一棒”

如果把私募基金“募、投、管、退”四环节的信息披露比作一场接力赛，在销售、募集阶段直接对接投资者，向投资者推介私募基金的

销售机构，是信息披露接力的“第一棒”。销售机构的信息披露质量直接影响销售、募集环节的适当性管理与风险提示效果。《信披办法》明确将销售机构纳入信息披露义务主体的范围，规范其信息披露行为：

- 销售机构接受管理人委托向投资者披露信息，应纳入《信披办法》及相关立法规范统一管理，证监机关有权对其调查、处罚
- 销售机构应严格按照管理人提供的信息向投资者披露信息，不得篡改

四、私募基金其他服务机构：信息披露义务的辅助人

比照证券服务机构，《证券投资基金法》创设“基金服务机构”概念，主要包括会计师事务所、律师事务所、评估机构等。《信披办法》对私募基金服务机构的定位是信息披露辅助人，也是信息披露违法的责任主体：

- 私募基金服务机构接受管理人委托，开展与信息披露相关的估值、审计等服务业务，纳入《信披办法》及相关立法规范统一管理，证监机关有权对其调查、处罚
- 会计师事务所作为私募基金服务机构，在为私募证券投资基金、私募股权投资基金提供审计服务时，应当勤勉尽责，妥善履行审计准则的有关要求

五、私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人：信息披露违法的高风险主体

归根结底，私募基金信息披露违法行为是由具体人员组织、指使并实施完成的。参照证券市场发行人/上市公司的实际控制人、董监高的信息披露义务，《信披办法》遵循“向上穿透”的实质监管原则，将私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人规定为信息披露配合人与责任人，并将其标记为信息披露违法的高风险主体：

- 私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人应当配合管理人履行信息披露义务，主动告知管理人其所知悉的与私募基金信息披露相关的事项
- 私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人不得隐瞒或者提供虚假信息，不得组织、指使或者配合私募基金管理人实施信息披露违法行为

六、嵌套投资的私募基金、资管产品与特殊目的载体：底层资产信息提供者

在既往的基金嵌套投资（FoF/FoSPV）结构中，上层母基金投资者较难及时了解底层资产的真实状况，管理人常以底层资产信息披露有限为由塞责。此类信息披露“盲点”，不利于投资者自主决策、有效行权。对此，《信披办

法》除要求“向上穿透”压实管理人的股东、合伙人、实际控制人的信息披露义务外，还“向下穿透”要求母基金投资的私募基金、资管产品、特殊目的载体（以下统称“底层资产投资载体”）依法配合母基金管理人的穿透披露行为，披露底层投资标的的具体情况。

但母基金的管理人仍是对母基金投资者信息披露的第一责任人，无法简单以底层资产投资载体拒绝披露，或以披露不实为由免责。一方面，《信披办法》并未针对底层资产投资载体违反配合义务设置行政监管或法律责任条款；另一方面，《信披办法》第19条、第22条与第37条规定，私募基金定期报告中穿透信息披露的义务与责任主体均是私募基金管理人。

第二部分\

私募基金核心信息披露原则与规则

私募基金信息披露应该披露什么、如何披露，取决于信息披露规则的立法目的。本部分首先讨论私募基金信息披露的核心原则。其次，讨论信息披露的具体规则，包括信息披露义务主体应该做什么的“义务性规范”，以及不该做什么的“禁止性规范”。二者一正一反，构成完整的信息披露义务规则体系。整体上看，证监机关对私募基金信息披露义务的要求，呈现出明显的“向公募基金信息披露标准靠拢”

趋势。

一、私募基金信息披露的核心原则：让投资者掌握真实、准确、完整、及时的私募基金信息，保障投资者知情权，使投资者得以妥善行使投资决策权。以充分的信息披露，落实“卖者尽责、买者自负”。

整体上，《信披办法》坚持“实质重于形式”与“重大性”的信息披露原则，凡对私募基金投资者权益有重大影响的信息，均应披露，以保障投资者的知情权与自主决策权。¹《信披办法》第6条规定：投资者应当通过私募基金信息披露，了解基金是否依法依规开展投资以及投资运作情况，进而得以妥善行使其法定及约定的投资者权利，保障自身合法权益。也即，信息披露是为了充分保障投资者的知情权，让投资者基于真实、准确、完整、及时的私募基金信息，自主决策、有效行权，维护自身的合法权益。这与证券市场信息披露制度要求证券发行人与上市公司严格履行信息披露义务，以使证券市场投资者充分了解证券信息、自由作出投资决策，在立法目的上“异曲同工”。

《信披办法》对于私募基金的定期报告、临时报告，以及禁止性信息披露行为均作出“底

1.《信披细则》第41条第二款：对投资者决策有重大影响的信息，不论本细则是否有明确规定，私募基金管理人均应当披露。

线性”规定，体现出监管机关对何谓“对投资者权益有重大影响”的实质判断。《信披办法》第8条明确，包括本办法在内的法定信息披露内容、频率是私募基金信息披露的底线要求，基金合同²的相应约定不得低于法定要求。即以法定义务为底线，以约定义务为补充及更高标准。

二、私募基金义务性规范：销售募集、投资管理、清算退出三大阶段的具体信息披露义务

私募基金的募、投、管、退四大阶段中，“募”是私募基金的销售与募集阶段，“投”与“管”是私募基金设立后的投资与存续管理阶段，“退”则是投资退出与清算阶段。不同阶段，私募基金信息披露的要求与侧重点有所区别。

（一）销售、募集阶段：充分风险提示、妥善进行投资者适当性管理

私募基金的销售与募集阶段，是信息披露义务的起点。在此期间，投资者还没有与管理人建立基金合同关系，尚处于缔约前的磋商阶段，此阶段的信息披露是管理人进行投资者适当性管理的一部分。

《信披办法》第12条规定，管理人应在基金合同、信息披露文件中充分提示风险，告知投资者根据自身风险承担能力审慎决策。对于设计复杂、风险较高的私募基金，还应以显著、清晰的方式揭示投资运作及交易等环节的

相关风险。如果是委托销售机构代销私募基金的，则私募基金管理人应向销售机构提供推介材料，并督促销售机构严格按照管理人提供的信息向投资者信息披露。

（二）投资、管理阶段：“定期报告+临时报告”的核心信息披露义务

私募基金募集完成并设立之后，进入投资与管理阶段。该阶段是信息披露义务的核心履行场景。《信披办法》第三章专章规定了定期报告义务，第四章第27条规定了临时报告义务。现择其要者，总结如下。

1. 定期报告：五大规范要点，织密具体信息披露规则体系

《信披办法》第三章区分私募证券投资、股权投资基金，分别规定了不同的定期报告要求。这是私募基金定期报告披露的最低要求，新设私募基金的基金合同、既有私募基金的基金合同发生修订时，均应将相关规则纳入其中。《信披办法》对定期报告的要求，有以下五大要点值得特别关注：

· 不同类型私募基金定期报告内容、频率的差异化要求

私募证券投资基金应按季度披露定期报告，并根据股票、债券、衍生品等具体资产

2. 《信披办法》第3条规定，基金合同（契约型私募基金）、公司章程（公司型私募基金）与合伙协议（合伙型私募基金）统称“基金合同”。本文从之。

类型的不同，落实更具体的信息披露要求，如所投资股票的行业分类、债券的评级分类、衍生品的挂钩资产类别等。

私募股权投资基金应披露半年度报告（每半年结束后2个月内披露）、年度报告（每年度结束后6个月内披露），并应披露基金投资标的投资架构、权属确认等信息及变动情况。

· 强调对“关联交易”的充分披露与专项说明

私募基金管理人、托管人对投资者负有信义义务（fiduciary duty）。信义义务中的忠实义务（duty of loyalty）要求以投资者的利益为优先，应避免利益冲突损害投资者利益。《信披办法》第19条第一款第（六）项、第20条第（二）项、第22条第一款第（六）项、第23条第（二）项特别强调了对关联交易的充分披露与专项说明。

所谓关联交易，并不仅仅指私募基金管理人运用基金财产与自己交易，还包括与投资者、管理人所管理的其他私募基金、实际控制人控制的其他私募基金管理人管理的私募基金，或者与管理人有重大利害关系的其他主体进行的交易（以下统称“关联交易”）。该关联交易的识别范围较大，且设置了兜底条款，管理人应当特别注意，尽可能避免关联交易，并在进行关联交易时确保不损害基金财产利益，履行相应的信息披露义务。

定期报告中应披露关联交易的金额、交易

对手方、交易价格、定价依据、决策程序；并应在年报的财务会计报告中对关联交易情况做专项说明。这些信息有助于投资者判断关联交易的公允性，也是投资者了解情况、提出异议的前提。

· 强调对“杠杆运用、流动性受限资产、跨境投资”的充分披露

私募基金运用杠杆进行投资，意味着投资损失会因杠杆使用放大；而流动性受限与跨境资产投资则意味着变现难度大，存在变现难、退出难的风险。《信披办法》规定定期报告应特别披露此类投资行为与资产。

· 强调对报告期内“主要投资风险”的识别、影响分析与应对方式的充分披露

私募基金的投资风险是从量变到质变的过程。但实践中，私募基金管理人日常披露中倾向于“报喜不报忧”，通常直到风险彻底捂不住了才向投资者披露。此时，投资者往往措手不及，错过了最佳的要求退出与风险补救时间窗口。

《信披办法》明确要求定期报告披露主要的投资风险、对投资策略的影响，及管理人的应对方式。这有助于投资者及时了解私募基金可能存在的风险，并进一步行使知情权、调查询问权，以及要求赎回、退出的权利。

《信披办法》要求管理人在定期报告中披露投资受限资产、杠杆运用、主要投资风险等

事项，旨在加强对私募基金亏损风险的“过程管理”，对投资风险的形成与披露起到缓释作用，解决此前管理人骤然向投资者披露不可挽救的投资风险的实践顽疾。

· 强调对年度报告的“外部审计”要求

私募证券投资基金的投资标的通常是标准化、易于流通变现的证券类资产，其年报一般情况下无需外部审计；但根据《信披办法》及《信披细则》的细化标准，私募证券投资基金存在下列情形之一的，其年度报告应经符合《证券法》规定的会计师事务所审计：本年度任一季度末，投资流动性受限资产和新三板股票、场外衍生品资产、境外资产（直接投资于境外标准化资产的除外）、其他管理人管理的私募基金的比例单独或合计高于基金净资产60%的。

私募股权投资基金的投资标的通常是非标准化、不易流通变现的股权类资产，其年报应由会计师事务所审计；如果其管理资金规模超过1亿元且自然人投资者20人以上的，应经符合《证券法》规定的会计师事务所审计。³

由此可见，《信披办法》规定引入会计师事务所对特定私募基金年报进行外部审计，旨在充分审查非标准化与流通变现受限的投资标的，以及管理人无法直接了解的底层资产的财务情况；降低管理人、底层资产财务造假风险。对于符合《证券法》规定的会计师事务所

而言，这既是业务机会，也蕴含着法律风险。

2. 临时报告：重大事件的披露与托管人的监督义务

《信披办法》第27条规定，私募基金管理人应当在有关私募基金的重大事件发生后，五个工作日内向投资者披露。判断“重大事件”的标准是——已经或者可能对投资者权益产生重大影响。只有将这些重大事件如实、及时披露给投资者，投资者才能据以自主决策、有效行使权利，维护自身权益。

第27条第二款第（五）项“重大关联交易”、第（六）项“投资标的重大不利情形”、第（八）项“重大诉讼、仲裁”均应临时报告。这些情形中的“重大”标准应如何把握，或可结合具体事件的绝对金额、占私募基金净资产的比例，参考证券市场发行人/上市公司重大事件临时报告的标准。对于第（六）项“重大不利情形”，管理人应在临时报告中说明原因，并进行风险提示。

特别需要私募基金托管人关注的是，《信披办法》第28条规定，托管人发现对投资者权益有重大负面影响情形的，应及时提示管理人信息披露；发现管理人涉嫌侵占、挪用私募基金财产或失联情形的，应及时向基金业协会、管理人注册地证监局报告。该条置于《信披办

3.《私募投资基金信息披露实施细则（征求意见稿）》第36条。

法》第四章“临时报告和清算报告”之下，意味着托管人的职责不仅是在定期报告披露时的“节点性”监督，还是贯穿私募基金生命周期的“全程性”监督。托管人应如何发现前述重大负面影响的事项与管理人的不当行为，已成为托管人的新课题。

（三）清算、退出阶段：及时采取风险处置措施，充分向投资者披露风险

清算退出阶段，是私募基金投资者真正得以收回本金、实现投资收益的关键阶段。实践中，对于许多出现投资风险的私募基金，其管理人在清算阶段常以底层资产无法变现为由，急于清算或未及时对标的资产采取必要的处置措施，导致基金损失进一步扩大。

《信披办法》第29条规定，私募基金管理人应当及时向投资者披露清算事项及有关重大信息；如因受托财产流动性受限等原因延期清算的，管理人应当及时说明。该规则旨在以信息披露促管理人勤勉履责、及时清算。虽然本条没有规定需要说明的具体内容，但笔者认为，管理人至少应当说明资产流动性受限的具体原因、应对方案。

而且，管理人应特别注意此阶段信息披露的真实、准确、完整、及时，避免因该阶段的信息披露违法而损害投资者的投资决策权，或者被认定信息披露违法行为与投资者损失之间存在因果关系。否则，在清算阶段的未勤勉尽

责，很有可能导致管理人等责任主体的“先行损害赔偿”责任。⁴

三、私募基金禁止性规范：信息披露时的禁止行为

《信披办法》第三章、第四章系统规定了信息披露义务主体“应当做什么”，即义务性规范。与之相对应，在《证券投资基金法》第77条的基础上，《信披办法》以第17条为核心，明确划定了信息披露过程中的“红线”，即禁止性规范。这些禁止性行为是触发法律责任的直接导火索，义务主体应当严加防范。

（一）不得实施虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏行为

· 虚假记载，指在披露文件中记载与事实不符的信息，即颠倒黑白、无中生有，例如虚构投资业绩、伪造底层资产权属证明、虚增基金净值等。

· 误导性陈述，指披露的信息虽然在字面上真实，但通过不完整的表述、模糊的措辞、选择性披露等方式，致使投资者对其投资决策产生错误判断。例如，夸大投资策略的优势而刻意淡化其风险。

· 重大遗漏，指未披露依法或依约应当披露

⁴张保生、周伟、李瑞轩：《私募基金未完成清算时的推定损失与先行损害赔偿》，载《证券法律评论》，2024年刊。

的、对投资者权益有重大影响的信息。

(二) 自愿性信息披露不得选择性披露、不得误导投资者

《信披办法》鼓励管理人根据私募基金具体情况自愿增加披露内容，但同时强调，自愿性信息披露不得与应当披露的信息相冲突，不得误导投资者，不得出于营销等目的临时性、选择性披露信息。

(三) 不得实施不正当信息披露与推介行为以诱导投资者认购私募基金

· 禁止预测私募基金投资业绩，禁止向投资者承诺本金、最低收益或最大亏损。这些行为的实质是变相对投资者作出本金及收益率承诺，系不当劝诱投资者作出投资私募基金的决策。

· 禁止公开披露或者变相公开披露。监管机关对何为“变相公开披露”，或有较大的自由裁量空间，私募基金管理人及销售机构应当特别关注。

· 禁止夸大或片面宣传自身过往业绩，禁止恶意诋毁、贬低其他私募基金。

(四) 不得泄露私募基金相关未公开信息

比照《证券投资基金法》有关公募基金未公开信息的禁止性规范，《信披办法》第33条要求私募基金管理人等主体建立未公开信息管理制度，有关从业人员不得泄露因职务便利获取的未公开信息，不得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。这再次体现出私募基金信息披露监管要求

向公募基金靠拢的明显趋势。

第三部分\

私募基金信息披露的法律责任

在证券监管“长牙带刺”“有棱有角”的执法原则下，《信披办法》配置了清晰的行政责任规范。可以预见，监管机关后续的执法与处罚力度将进一步加强。在私募基金亏损时，违反信息披露义务亦将引发或加重民事责任风险。在特殊情形下，私募基金从业人员还有可能承担刑事责任。

一、行政责任：《信披办法》明确处罚依据与责任条款，预计信披违法的行政监管与处罚力度将显著升级

长期以来，私募基金信息披露领域的行政监管处罚案例相对有限。一方面，过往的监管规则体系在信息披露方面缺乏专门规范，主要依赖于基金合同的约定和行业协会的自律规则，实践中缺乏有力监管。另一方面，对管理人等主体是否勤勉履责的认定，往往涉及对管理人投资决策、风险控制等实质性经营过程的判断，监管执法的认定难度较大和成本较高。

《信披办法》的出台与实施意味着这一监管局面将发生根本性转变。

比照证券市场的信息披露监管处罚实践，

《信披办法》明确行为标准、细化披露要求、压实主体责任，能够显著降低监管者在行政调查与处罚认定方面的难度与成本。信息披露并非孤立的合规动作，而是私募基金管理人等主体履行各项职责的“终端呈现”与客观检验。证监机关或可进一步构建“以信息披露追究履职过错”的监督与处罚机制。

根据信息披露违法情节、后果的不同，监管机关可分别施以行政监管措施或者行政处

罚。关于行政处罚的情形，一方面，《信披办法》将大部分信息披露违法行为的行政责任条款链接至《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《**私募条例**》）；另一方面，《信披办法》第39条创设了新的私募基金信息披露违法行政处罚情形，主要包括自愿信息披露、托管人新的复核与监督上报职责、销售机构职责、未公开信息保密等事项。现将违法主体、违法行为及其行政责任规则等总结如下表：

责任主体	《信披办法》的具体义务规则	责任规范与具体责任
管理人、 托管人、 相关从业人员	第3条：信息披露的一般要求（兜底条款）	《私募条例》第56条： • 对管理人、托管人责令改正，警告/通报批评，没收违法所得，并处罚款10~100万 • 对相关责任人员罚款3~30万
	第8条：信息披露的内容、频率不得低于法定标准	
	第10条：按照约定渠道披露信息，并确保不同渠道披露的一致性	
	第12条：充分风险提示、投资者告知条款（与适当性管理相关）	
	第17条：禁止性信息披露违法行为	
	第18条~第25条：定期报告的具体要求	
	第27条：临时报告的具体要求	
	第29条：清算报告的具体要求	
	第33条第二款：不得泄露未公开信息规则	《私募条例》第55条： • 对管理人、托管人责令改正，警告/通报批评，没收违法所得，并处违法所得1~5倍罚款；没有违法所得或违法所得不足100万元的，并处罚款10~100万 • 对相关责任人员罚款3~30万

责任主体	《信披办法》的具体义务规则	责任规范与具体责任
管理人股东、 合伙人、 实际控制人	第32条：配合私募基金信息披露，主动告知所知事项，不得隐瞒、提供虚假信息，不得组织、指使或配合管理人违法	《私募条例》第45条： • 对股东、合伙人、实际控制人责令改正，警告/通报批评，没收违法所得，并处违法所得1~5倍罚款；没有违法所得或违法所得不足100万元的，并处罚款10~100万； • 对相关责任人员罚款3~30万
管理人	第9条：自愿信息披露规则	《信披办法》第39条(新设行政处罚条款)： • 对有关责任主体及相关人员，一般情形下，警告/通报批评，并处10万以下罚款； • 涉及金融安全且有危害后果的，并处20万以下罚款
托管人	第14条、第15条：托管人的披露义务、复核审查义务、监督纠正与提示报告义务	
	第28条：托管人的监督纠正与提示报告义务（全程监管）	
管理人 托管人	第30、31条：建立信息披露管理制度 第33条第一款：建立未公开信息管理制度，加强管控	
销售机构	第4条：不得篡改管理人提供的信息 第17条：禁止性信息披露违法行为	
销售机构 其他服务机构	第33条：建立未公开信息管理制度，不得泄露未公开信息	

二、民事责任：信息披露违法将显著提升民事责任风险，投资者举证难度降低，私募基金管理人等潜在责任主体的抗辩将更多聚焦因果关系与过错

随着私募基金信息披露违法案件数量的增多，会有更多遭受损失的私募基金投资者以信息披露违法为由，向管理人、托管人等信息披露义务人索赔。《信披办法》与《信披细则》

将成为法院审判的重要依据。近期，最高人民法院亦明确表示，将“深入研究私募基金等新型金融案件司法应对举措，完善金融司法保障体系”。⁵

5.《最高法：加强对证券类新型疑难案件研究应对》，载环球网：<https://finance.huanqiu.com/article/4QVr00bnnSH> 2026年2月25日。

（一）不同主体承担信息披露民事责任的规则依据

· **私募基金管理人、托管人**：《证券投资基金法》第145条概括规定，违反该法给投资者造成损失的，应承担民事赔偿责任。《私募条例》第60条亦概括规定，违反该条例的，应承担民事赔偿责任。相关违法行为包括违反信息披露义务的行为。私募基金管理人、托管人作为主要的信息披露义务人，应在信息披露违法行为造成投资者损失时，承担过错责任。

· **私募基金其他服务机构**：《证券投资基金法》第106条规定，律师事务所、会计师事务所接受管理人或托管人委托，出具的文件存在虚假记载，给投资者造成损失的，应与委托人承担连带责任。由此可知，私募基金管理人、托管人的信息披露违法民事赔偿责任的法律依据较为充分，受其委托的基金服务机构在要件具备时，应与其承担连带责任。

· **私募基金销售机构**：私募基金销售机构在销售、募集阶段的信息披露行为，是投资者适当性管理的重要组成部分。《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）第74条规定，销售者未尽适当性管理义务的，应承担民事赔偿责任。实务中，亦不乏私募基金销售机构对投资者承担赔偿责任的先例。

· **私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人**：《私募条例》第12条规定该类主体不得实施法律、法规、证监会规定禁止的行为。而《信披办法》是证监会颁布的信息披露规定，并对该类主体课以信息披露义务。结合《私募条例》第60条之规定，该类主体也是私募基金信息披露违法民事责任的适格主体。

（二）侵权责任与缔约过失责任、违约责任的竞合与选择

与证券市场虚假陈述违法侵权责任不完全相同，对于私募基金销售募集阶段的信息披露违法行为，投资者可以主张缔约过失责任；在私募基金合同成立生效后，投资者还可以主张违约责任。

但预计投资者将更多选择主张侵权责任。一方面，《信披办法》显著扩大了信息披露义务主体的范围，投资者起诉侵权责任，可以将管理人、托管人、销售机构、其他服务机构，以及管理人的股东、合伙人、实际控制人一并以“连带责任”方式起诉。对此，《证券投资基金法》第145条进一步规定：“基金管理人、基金托管人在履行各自职责的过程中，违反本法规定或者基金合同约定，给基金财产或者基金份额持有人造成损害的，应当分别对各自的行为依法承担赔偿责任；因共同行为给基金财产或者基金份额持有人造成损害的，应当承担连

带赔偿责任。“此处的“共同行为”应理解为具有意思联络的共同侵权行为。根据司法实践，若托管人仅因过失未履行监督义务（如未对明显瑕疵的划款指令进行有效拦截），而与管理人不存在共同故意或意思联络，则通常承担补充责任而非连带责任。托管人违信责任的承担方式取决于其与管理人的过错形态。在两者以意思联络共同行为时承担连带责任；在管理人故意违信、托管人因过失监督不力而成为损害发生的间接因素时，托管人承担补充责任；在两者均系过失或管理人过失、托管人故意时，应当承担按份责任。⁶

另一方面，当私募基金发生亏损时，投资者往往认为管理人、托管人等主体存在不止一种违法行为，因此不同主体、不同行为之间的关系较为复杂，以侵权责任分别审查各被告的过错、各类过错行为的原因力较为便利。⁷因此，证券虚假陈述诉讼中大量不同类型的责任主体被诉共同承担连带责任的情景，预计将在私募基金纠纷中上演。

（三）私募基金信息披露侵权责任的构成要件

私募基金信息披露行政违法，并不必然导致侵权责任。侵权责任的构成要件是否具备，应在民事诉讼或仲裁中独立审查。但信息披露违法的行政认定，加重了私募基金管理人等主

体的过错程度，也减轻了投资者的举证责任。预计后续此类案件中，信息披露义务主体的抗辩将更多聚焦因果关系与过错。

1. 因果关系：不应简单类比证券虚假陈述推定交易/损失因果关系

所谓因果关系，是指私募基金投资者的损失，与管理人等主体的信息披露违法行为之间的因果关系。这包括交易因果关系（侵权责任成立之因果关系）与损失因果关系（责任范围之因果关系）。

交易因果关系，指信息披露违法行为与投资者关于私募基金的交易决策之间的因果关系。判断交易因果关系，应关注信息披露违法行为实施的时间，以及投资者相关交易决策（包括认购与赎回）的时间。笔者总结有以下几种典型情形：

- 信息披露违法行为发生在募集、销售阶段，可能影响投资者是否认购私募基金的决策
- 信息披露违法行为发生在投资、管理阶段，可能影响私募基金存续期内开放募集后新投资者是否认购该私募基金的决策
- 信息披露违法行为发生在投资、管理阶段，如果是以虚假记载、重大遗漏来隐瞒重大

⁶ 参见上海金融法院(2022)沪74民终43号民事判决书。
⁷ 亦参见上海金融法院(2022)沪74民终43号民事判决书。

风险信息的，则可能影响投资者关于是否行使赎回权（如有）的决策

· 信息披露违法行为发生在清算、退出阶段，如果是以虚假记载、重大遗漏来隐瞒重大风险信息的，则可能影响投资者关于是否行使要求管理人立即采取处置措施的投资决策

如果投资者已经认购私募基金，私募基金在存续期出现信息披露违法行为，但该私募基金封闭运作，没有提前赎回机制或开放期安排，则该等信息披露违法行为与投资者的交易决策之间，就不存在因果关系。但信息披露违法行为可能加重管理人其他违反信义义务行为的过错。

损失因果关系，指信息披露违法行为与投资者因投资私募基金而产生的损失之间的因果关系。通常情况下，私募基金信息披露准确与否，并不直接影响私募基金投资的盈亏。例如，私募证券投资基金定期报告披露的净值计算错误，与私募基金所投资的证券价格持续下跌并不直接相关。这与证券虚假陈述存在较大差异——证券市场信息披露内容与股票、债券发行人经营、资产状况相关，可能影响有关证券的市场价格，并造成投资者损失。因此，在个案中仍应审慎甄别有关信息披露违法行为，是否真的与投资者的损失之间存在因果关系。

2. 过错：应坚持过错归责原则，目前并无过错推定的法律规定

根据《民法典》第1165条之规定，侵权责任原则上是过错责任，并应由原告就行为人过错承担举证责任；除非“法律规定推定行为人有过错”，才适用过错推定原则。应注意，《民法典》本条特别强调，必须由法律来规定推定过错条款，行政法规或部门规章不能作此规定。

区别于《证券法》第24条、第85条与第163条规定的“过错推定”条款，目前2015年修订的《证券投资基金法》没有规定过错推定条款。因此，私募基金管理人、托管人等主体实施信息披露违法行为后，是否承担民事侵权责任，仍应以过错归责，且不应径行推定过错。当然，如果信息披露违法行为已经被行政处罚，或者被采取行政监管措施，则在一定程度



上证明行为人存在过错，应由行为人就其不存在过错提出相反证据。例如，如果母基金管理人确有证据证明，其信息披露的不实内容来源于底层资产投资载体管理人故意提供的虚假信息，且该等虚假记载难以识别的，则应审慎认定管理人的过错。

三、刑事责任：私募基金信息披露监管要求向公募基金标准靠拢的趋势明显，诸多罪名可能会被扩张适用至私募基金，市场参与主体应高度关注刑事责任风险的发展

2023年12月26日，最高人民法院、最高人民检察院联合发布5起私募基金犯罪典型案例，覆盖非法集资、挪用资金、职务侵占、非国家工作人员受贿四大高频罪名。这些案例中，行为人主观犯意较为明显，更多是借私募基金之名、行违法犯罪之实，私募基金本身的“底色”并不明显。我国《刑法》中与基金相关的罪名主要适用于公募基金及其他金融机构，私募基金管理人等从业人员尚不属于相关罪名的正犯，至多可以构成共犯。但实务界已有观点认为，私募基金可以被视为“金融机构”进而扩张适用《刑法》有关规则。而且，严重的信

息披露违法行为可能成为私募基金从业人员构成其他犯罪的加重情节，值得高度关注。

（一）背信运用受托财产罪

《刑法》第185条之一规定，商业银行、证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、保险公司或者其他金融机构，违背受托义务，擅自运用客户资金或者其他委托、信托的财产，情节严重的，构成本罪。严格而言，私募基金并不属于本条规制的“金融机构”，监管口径曾指出私募基金为“准金融机构”⁸。

但有检察实务观点认为：“私募基金管理公司所从事的资金管理业务行为具有金融属性，将其解释为金融机构仍在刑法条文语义的射程范围内。将私募基金管理公司解释为金融机构，并未超出一般公民的客观预测可能”；“背信运用受托财产罪入刑已经十余年……在司法实践中近乎‘沉睡’状态，这种罪名虚置现象原本是可以透过妥当解释来避免的。在当前形势下，背信运用受托财产罪亟待‘激活’”。⁹该观点目前仍属学术与实务探索范畴，尚未形成司法解释或指导性案例，司法实践中对《刑法》第185条之一“其他金融机构”的扩张解释仍存在争议。但随着私募基金资产管理规模的进一步增加，由严重信息披露违法行为牵连、引出的私募基金背信运用受托财产违法行为，将很有可能基于扩张解释而被纳入《刑法》第185条之一

8. 经济日报：《私募行业须回归本源》，http://paper.ce.cn/jjrb/html/2021-09/08/content_449511.htm，2026年3月26日访问。
9. 李勇、唐浩：《私募基金管理公司可成为背信运用受托财产罪主体》，载最高人民法院网站，https://www.spp.gov.cn/spp/llyj/202401/t20240123_640926.shtml，2026年3月26日访问。

的“射程”之内。

（二）利用未公开信息交易罪

《刑法》第180条规定，证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员，利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息，违反规定，从事与该信息相关的证券、期货交易活动，或者明示、暗示他人从事相关交易活动，情节严重的，构成本罪。《证券投资基金法》第20条仅规定公募基金从业人员不得泄露或利用未公开信息交易。故严格而言，私募基金不属于本条规制的金融机构范畴；¹⁰在“姜某君、柳某利用未公开信息交易案”中，审理法院亦指出：“私募基金从业人员可以成为利用未公开信息交易罪的共犯，私募基金账户趋同交易金额和获利金额应计入交易成交额和违法所得数额。”¹¹

但《信披办法》第33条新设“私募基金未公开信息”规则，要求私募基金管理人、托管人、销售机构及其他服务机构建立未公开信息管理制度、加强管控，不得利用未公开信息交易或者暗示他人交易；第38条、第39条进一步规定了违反未公开信息制度的行政处罚规则。这标志着私募基金与公募基金在未公开信息制度方面的行政监管与处罚标准已经“拉齐”。利用未公开信息交易罪是典型的“行政犯”。《信

披办法》仅为行政违法的依据，根据罪刑法定原则，行政规章不能直接作为刑事扩张解释的依据。但目前私募基金市场主体违反未公开信息制度构成行政违法、承担行政责任已有充分依据，未来或将通过刑法修正案，或者颁布司法解释等形式，将私募基金市场主体纳入本罪规制的范围。

综上，鉴于我国私募基金行业管理资产规模与日俱增，其在国家经济、金融活动中的地位越发重要，国家加强行政监管与刑事打击已经“箭在弦上”。但在处理具体私募基金信息披露违法个案时，《刑法》作为杀伤力巨大的终极武器，仍应秉持谦抑原则，不宜随意扩张其打击范围，损害私募基金市场参与主体的稳定预期及合法权益。

第四部分\

私募基金合规提示与风险应对指南

为有效防范与应对私募基金信息披露相关法律风险，各市场参与主体应结合自身角色与职责，从内控制度、合同约定、履职流程等多个维度进行系统性准备。针对不同主体，本文

10. 参见刘宪权、林雨佳：《利用未公开信息交易共同犯罪的认定》，载《政治与法律》2019年第4期。
11. “最高法、最高检、公安部、中国证监会联合发布依法从严打击证券犯罪典型案例”，载最高人民法院官方网站，https://www.spp.gov.cn/xwfbh/dxal/202209/t20220909_577056.shtml，2026年1月19日最后访问。

初步提出相应的合规提示与风险应对指南。

一、私募基金管理人：完善制度、切实履职，应高度关注关联交易、投资流动性受限、重大不利事项等潜在风险事项的充分披露

作为信息披露的“第一责任人”，管理人是信息披露合规体系建设的重中之重。管理人的应对策略不应局限于信息披露的形式合规，更应深入至履职尽责的实质层面。

1. 深刻理解信息披露的“终端检验”属性，夯实信息披露前的履职基础

私募基金管理人应充分认识到，信息披露文件是“募、投、管、退”全流程勤勉履职情况的最终呈现与客观检验。虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，往往根源于前端的投资决策失当、风险管控失灵、流程监督不力或利益冲突处理不当。《信披办法》的立法目的也在于“以信息披露、促勤勉履责”，私募基金管理人应当畅通内部其他履责事项与信息披露之间的关联，将管理人各项职责的履行与信息披露呈现建立成有机体系。

2. 建立健全内部信息披露管理制度，配备专职岗位

私募基金管理人应尽快对照《信披办法》要求，增设或全面修订内部信息披露管理制度。制度应明确信息披露的内容、频率、渠

道、审核流程、归档要求及责任追究机制。设置专职的信息披露岗位或指定专人负责，确保此项工作获得足够的资源与重视，避免因职责不清、流程混乱导致披露延误或错误。

3. 全面更新基金合同，将最低的法定信息披露义务转化为合同约定

对于新设基金，其基金合同必须完全吸纳《信披办法》的各项底线要求，并可视情况约定更严格的披露标准。对于存续基金，管理人应主动评估现有信息披露条款与《信披办法》的差距，通过合同修订程序及时补充完善。

4. 穿透披露嵌套投资的底层资产情况，以合同约定压实底层配合义务

建议上层母基金管理人在进行嵌套投资时，应在与底层资产投资载体的协议中，明确约定后者向母基金管理人定期、及时、准确提供底层资产财务状况、重大事项等信息的配合义务，以及不配合提供或提供虚假信息的违约责任。管理人还应留存其积极督促、催告底层配合的沟通记录，以此作为证明自身已尽合理努力履行穿透披露义务的关键证据。

5. 严格管控私募基金的关联交易，坚持“必要性+商业合理性+透明化”原则

《信披办法》对关联交易的认定范围较大，既是行政监管的重点，也是风险高发区。私募基金管理人应建立严格的关联交易识别、

审查、决策和披露机制。在进行较大金额的关联交易前，应审慎评估其商业必要性与对投资者的公平性，履行内部利益冲突审查程序，并确保交易价格公允。更重要的是，应当严格按照《信披办法》要求，在定期报告与临时报告中履行有关义务。

6. 高度重视投资资产受限、潜在风险等可能导致投资者损失事项的过程性披露，尽可能避免骤然向投资者披露不可挽回的投资风险

《信披办法》要求私募基金管理人在定期报告、临时报告中披露有关投资资产受限、重大不利情形、潜在投资风险等事项。因为这些事项可能直接导致私募基金无法及时清算退出，如果本应在定期报告或临时报告中及时披露而没有披露的，则可能影响投资者的交易决策判断，例如，导致有权利要求赎回的投资者没有行使赎回权，或者因没有及时披露风险事项而“诱导”新的投资者买入。由此，管理人面临较大的民事赔偿责任风险。

二、私募基金托管人：转变观念，主动监督、审慎复核

《信披办法》赋予了托管人全新的角色定位，托管业务必须从“被动保管”向“主动监督”转型。

1. 彻底转变“重托轻管”观念，承担实质监

督职责

托管人需摒弃过往“花瓶”式角色认知，深刻理解自身作为信息披露复核人、监督人与吹哨人的法定职责。应将信息披露的复核与监督视为与资金保管、清算同等重要的核心业务，投入相应的人力与内部制度资源。避免信息披露风险自管理人向托管人蔓延。

2. 完善复核流程并全程留痕，确保监督闭环

对于私募证券投资基金财务报告等材料的复核，托管人应建立标准化、可追溯的复核工作底稿制作与流程制度。托管人复核过程中发现的问题，均应以书面形式提示管理人，并跟踪管理人的纠正与反馈过程，直至问题确认解决，形成完整的“提示-纠正-确认”监督闭环。复核、沟通记录应妥善保存，以备监管查验或作为履职无过错的证据。

3. 建立风险预警与应急报告机制

当托管人发现管理人信息披露存在严重问题、涉嫌侵占挪用基金财产或出现失联等异常情形时，托管人不应犹豫或仅作内部提示，应严格按照《信披办法》第28条规定，及时向基金业协会及管理人注册地证监局报告。内部应制定清晰的报告触发条件、路径和流程，确保“吹哨”职责落到实处。

4. 在托管协议中厘清权责边界

在有关托管协议中，建议详细载明托管人

在信息披露方面的具体复核、监督与报告职责，同时明确管理人须及时、准确提供托管人履行上述职责所必需的全部信息和资料的配合义务。清晰的合同约定有助于在后续责任认定中，区分托管人与管理人各自的责任范围。

三、私募基金销售机构

作为接触投资者的“第一棒”，私募基金销售机构在募集环节的信息披露合规至关重要。对此，我们建议：

1. 应严守信息传递“本分”，严禁篡改与误导

私募基金销售机构应清晰认识自身定位：是管理人信息披露的传递通道，而非信息源头。销售机构应按照管理人提供的标准化推介材料和信息向投资者披露，不得进行任何的篡改、截取或夸大解读。任何自行制作的宣传材料，其内容均需经管理人书面审核确认。

2. 将信息披露要求嵌入适当性管理流程

销售机构应将《信披办法》关于风险提示、投资者告知等要求，深度融入其投资者适当性管理的全流程。确保在推介过程中，以投资者能够理解的方式，完整、准确地揭示产品风险，并将此过程清晰留痕，以证明已履行“卖者尽责”义务，防范因不当推介引发的民事索赔风险。

四、私募基金其他服务机构（以会计师事务所为例）

《信披办法》颁布之后，私募基金其他服务机构作为信息披露的辅助人与责任主体，其法律责任风险正在急剧上升。我们建议：

1. 重新评估业务风险，摒弃“形式审计”思维

会计师事务所应当高度重视私募基金审计业务的潜在法律风险。特别是，《信披办法》强化了年报审计要求，而《证券投资基金法》已明确规定服务机构因出具文件存在虚假陈述给投资者造成损失的，应与委托人承担连带赔偿责任。这意味着，民事责任风险已非遥不可及的理论可能，而是“山雨欲来”的现实威胁。

2. 坚持独立审慎原则，强化对底层资产的审计穿透

在为私募基金，特别是投资结构复杂的基金提供审计服务时，不能仅仅依赖于管理人提供的汇总数据或书面说明。应严格遵循审计准则，对重要审计领域保持职业怀疑。对于底层资产，应评估其重大错报风险，并设计和执行恰当的审计程序，如必要的函证、访谈、查阅底层投资载体的相关文件等，以获取充分、适当的审计证据，对底层资产的真实性和估值合理性及风险状况作出独立判断。

五、私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人

此类主体虽不直接面向投资者披露，但已成为监管“向上穿透”的重点，也是私募基金信息披露违法的高风险主体。我们初步建议，私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人应建立与管理人之间的常态化信息沟通机制，主动、及时地向管理人告知任何可能对私募基金信息披露产生影响的所知事项（如自身重大诉讼、股权变动、对管理人的重大影响行为等）。同时，还应严守信息披露合规“红线”，不得隐瞒信息，更不得组织、指使或配合管理人实施任何信息披露违法行为，否则将承担直接的法律风险。

第五部分\ 结语

《信披办法》与《信披细则》的颁布，标志着我国私募基金行业信息披露规范要求再上新台阶，有助于落实证监会提出的有关完善私募基金“1+N+X”制度体系，健全准入、募集、托管、信披等全链条规则，严打违规募集、侵占挪用、自融自用、利益输送等违法行为的具体要求。毫无疑问，新的信息披露规范对私募基金管理人、托管人等市场主体提出了更高要

求，意味着更高的合规成本与法律责任风险。但与此同时，私募基金行业也将迎来一轮新的洗牌与服务质量低下市场主体的淘汰与出清，各市场主体唯有主动适应、系统改进，将外部监管要求内化为自身的合规制度与操作流程，方能在日益严格的监管环境中行稳致远，真正保护投资者合法权益，促进私募基金行业的高质量健康发展。 ☒



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



李瑞轩
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2773
liruixuan@zhonglun.com



中伦研究院出品

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。