



(2026 年第 1 期，总第 204 期)

中国证券投资基金业协会

2026 年 1 月 19 日

## 政府及国资基金尽职合规免责机制研究

【编者按】国务院国资委发布《中央企业违规经营投资责任追究实施办法》，并自 2026 年 1 月 1 日起实施。该办法对 2018 年印发的试行办法进行了修改完善，进一步明确了央企经营管理人员违反规定、未履行或未正确履行职责造成国有资产损失或其他不良后果，应当追究相应责任的 13 个方面 98 种情形。在鼓励作为与风险防范之间进行平衡与选择，始终是创投行业特别是国有出资人在监督追责中的难点之一。仅在 2024 年 6 月和 2025 年 1 月，国务院办公厅就先后印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，要求建立尽职合规责任豁免为核心的容错机制，不少地方政府结合当地实际跟进出台实施细则，积极探索免责及追责机制。

与国资委上述办法将“违规经营投资”作为前提进而触发责任追究有所不同，实践中政府及国资基金更多面临的是“尽职合规”后的风险归责问题。在违规投资已有制度规范

追责的同时，研究政府及国资基金尽职合规责任豁免为核心的容错机制，厘清其内涵、免责追责的认定条件及相关程序等问题，很有价值。协会近期完成的《政府及国资基金免责及追责机制研究》课题，系统梳理了各地免责及追责机制运行现状和存在问题，探讨了基金主要风险点和责任划分，研提了较为详细的政策建议。本文系课题报告的主要内容，供读者参考。

## 一、研究背景

近年来，政府和国企已经成为股权创投基金最主要的出资主体，对行业发展起到了重要的支撑作用。与此同时，监督管理中存在将追求保值增值和财务性投资回报，置于与招商引资、产业培育引导等政策性目标同等重要甚至更优先的位置，容不得出现投资亏损或投资失败的情形，否则将予以追责处理。这一政策导向影响了管理人主动管理能力的发挥，严重时导致“不敢投”现象发生。

2024年6月，国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（国办发〔2024〕31号），明确要求“优化政府出资的创业投资基金管理，改革完善基金考核、容错免责机制，健全绩效评价制度”；“健全符合创业投资行业特点和发展规律的国资创业投资管理体制和尽职合规责任豁免机制”。2025年1月，国务院办公厅《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》（国办发〔2025〕1号）要求，“遵循基金投资运作规律，容忍正常投资风险，优化全链条、全生命周期考核评价体系，不简单以单个项目或单

一年度盈亏作为考核依据。营造鼓励创新、宽容失败的良好氛围，鼓励建立以尽职合规责任豁免为核心的容错机制，完善免责认定标准和流程”。

法律法规层面，尽管《证券投资基金法》规定基金管理人应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务；《信托法》规定受托人必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务；《私募投资基金监督管理条例》规定私募基金管理人应当遵守法律、行政法规规定，恪尽职守，履行诚实守信、谨慎勤勉的义务。但实践中如何界定“诚实信用”“谨慎勤勉”“恪尽职守”内涵及其标准面临操作性困难。

## 二、免责及追责机制现状与责任探讨

### （一）免责及追责主要实践做法

“三个区分开来”原则<sup>1</sup>为政府及国资基金免责、追责机制建设奠定了顶层逻辑。2016年以来中央层面通过持续的政策引导、制度规范和实践探索，在政府投资基金及国资基金免责及追责机制建设上做出指导；各地结合自身实际情况，出台了一系列针对性政策和规定。从政府及国资基金的免责制度相关政策实践与操作模式看，主要有尽职免责与容亏免责两类。两者的核心差异在于责任判定标准不同，前者关注“履职过程”，后者关注“亏损结果”。

**尽职免责以管理人是否履行尽职合规义务为核心判断标准。**弱化关注基金盈亏情况，只要管理人在全流程中符合尽职合规认定条件，便予以免责。例如，某省财政厅要求省

---

<sup>1</sup> 2016年习近平总书记提出的“三个区分开来”重要原则，即“要把干部在推进改革中因缺乏经验、先行先试出现的失误和错误，同明知故犯的违纪违法行为区分开来；把上级尚无明确限制的探索性试验中的失误和错误，同上级明令禁止后依然我行我素的违纪违法行为区分开来；把为推动发展的无意过失，同为谋取私利的违纪违法行为区分开来”。

级政府投资基金建立尽职合规免责机制，即在履行忠实义务和勤勉尽责义务、没有牟取非法利益的前提下，基金所投项目或子基金出现投资失败、未达预期或探索性失误的，满足相关条件的可以依法依规不予或免予问责；对于因弄虚作假、徇私舞弊、滥用职权、玩忽职守、利益输送等造成基金损失的，按照有关法律法规处理。尽职免责机制在适配信义义务与行业规律方面，完全契合管理人对基金财产所承担的信义义务（忠实、勤勉）的法律内核；在平衡专业性与积极性方面，管理人也无需因担心亏损追责而回避高潜力、高风险项目（如早期科创企业）。

**容亏免责以预设亏损比例为核心判断标准。**如基金实际亏损未超出设定阈值时，则不启动追责程序。某地科创母基金根据子基金不同投向允许不同容亏率，体现了政府资金的引导和容错导向；在判断方面，容亏比例相较于是否尽职而言更容易判断也更方便实操。但实践中如将亏损比例与责任豁免直接挂钩，可能会传递允许无条件亏损的模糊信号，导致管理人放松对投资回报的专业把控，同时也容易为管理人失职行为提供“遮羞布”。

## **（二）免责及追责机制建设存在的问题和面临的挑战**

从实践反馈看，免责及追责机制在实践中面临多重问题与挑战，这些问题相互交织，制约了机制的有效落地与功能发挥，具体可归纳为以下情况：

### **1. 制度供给与适配性不足**

部分地区未针对国资基金建立专门的尽职免责制度，而是直接沿用国资体系里的违规投资责任追究制度，导致制度

与基金特性不匹配。一方面，国资业绩考核通常要求各年均实现资产保值增值，这与股权投资的长周期、高风险特征存在冲突；另一方面，未充分考虑基金的特殊治理需求——国资基金兼具经济回报与产业整合升级双重使命，其投资周期、风险偏好与传统国有企业投资差异明显，需要专门的责任认定标准。

## 2. 制度设计与标准体系不完善

当前多数尽职免责条款对“尽职”“勤勉尽责”及“不可抗力”情形的界定仍显宽泛，存在标准模糊、责任边界不清等问题。由于缺乏统一的认定标准和实施细则，不同的监管及管理部门在政策执行过程中易出现理解偏差，导致制度落地困难。

**关于“尽职”等核心要素的界定模糊。**尽管尽职免责是更符合行业规律的核心机制，但实践中“尽职”的认定标准长期处于模糊化状态，成为机制落地的最大障碍之一。对“勤勉义务”“合理注意义务”的核心要素缺乏统一标准，例如尽调需覆盖哪些维度、实地走访多少次才算勤勉等，或对勤勉尽责义务仅作原则性表述，未明确项目尽调核心指标、尽调深度、投后跟踪频率等实操标准，导致“尽职”与“失职”的认定均缺乏可操作性标准。与之类似，“不可抗力”条款也未进一步界定适用条件，例如政策变动需达到何种层级（国家级、省级还是市级）才符合免责情形，政策影响需持续多长周期（3个月、6个月还是1年）及该类风险应承担何种责任权重等等，这些细节的缺失使得相关主体在面对此类风险时，难以判断是否符合免责条件。

**地方标准差异突出。**各地在亏损容忍度、考核指标、容亏率、免责情形及考核权重等方面差异明显，导致跨区域项目管理难度大，不利于形成全国统一的股权投资行业生态。

### **3. 执行程序与跨部门协同障碍**

**适用程序存在短板。**尽职免责机制执行涉及多个环节，各地规定参差不齐，存在未明确具体程序、程序缺乏可操作性或过于复杂等问题。例如，部分地区仅原则性规定免责情形，未涉及认定流程，而部分地区虽明确了“启动申请—调查核实—组织决定—结果反馈”等环节，但整体规范性仍待提升。

**跨部门协调机制有待优化。**政府投资基金及国资基金涉及财政、发改、国资、审计、证监等多部门管理，不同地区主导监管机构不一，有的由国资委负责，有的以财政部门为主，且未完全纳入所有监管部门，审计、巡视标准也可能与其他部门存在差异，进一步加剧了协同难度。

### **4. 机制功能与目标不协调**

**监管与市场逻辑存在一定程度不匹配。**国资监管以落实国有资产保值增值责任，防止国有资产流失为核心目标，而私募股权及创业投资主要投资未上市企业股权，行业具有高风险属性，需要一定的风险容忍度，这种不同目标的差异增加了基金平衡收益与风险的难度。

**激励约束存在失衡。**一些机构建立了绩效考核体系，但存在“荣誉奖励多、经济奖励少”“限制性条款过多”等问题，甚至出现激励不执行的情况，导致约束有余、激励不足，难以充分调动基金管理人的积极性。

## 5. 落地执行面临现实困境

**程序与配套机制存在缺陷。**不少机构反映免责申报流程繁琐。同时，尽职留痕、量化标准、过程可追溯等规定不够完善，缺乏第三方评价机制，进一步阻碍了机制的有效落地。

**标准认知和适用范围尚未形成共识。**各方对尽职免责标准尚未形成统一的认知，且免责对象究竟是基金整体、管理人团队还是个人，口径不一，易引发争议。

### （三）相关风险及责任探讨

实践中不乏简单地将投资亏损或失败单一归因于客观市场风险，强调对投资亏损或失败包容而主张免责的情况。这种简单地直接将投资盈亏作为免责或追责的实质性条件，不符合股权创投基金运作的市场规律，既易造成不当免责、也易造成不当追责。事实上，其背后原因既可能是正常市场风险造成的，也可能是管理人违规失信、失职渎职等的结果。

#### 1. 客观风险成因及责任探讨

客观风险的核心特征为客观属性强、超出管理人主观掌控范围，具体表现有：**一是**由被投企业非主观原因导致经营不善产生的风险。被投企业可能受行业周期波动、技术迭代、市场需求萎缩等因素影响，出现业绩大幅下滑、现金流断裂甚至破产清算，导致基金投资本金或收益受损。**二是**由政策变化带来的风险。例如，宏观经济政策、行业监管导向、产业政策等发生调整，会直接影响基金投资标的价值或退出路径。**三是**由市场波动产生的间接风险。例如，二级市场股价波动、利率汇率调整等因素，对基金投资组合价值造成冲击，或基金因错失合适的退出窗口期导致投资无法按预期

变现。**四是由不可抗力导致的投资风险。**因自然灾害、公共卫生事件、战争冲突等无法预见、无法避免且无法克服的客观情况，导致被投企业停产停业、投资项目停滞、退出流程延误，进而造成基金财产损失。

若经核查确认风险及损失由上述客观风险引发，且管理人不存在廉政风险等情形，则符合尽职免责适用条件，对管理人可不予追责。

## **2. 廉政风险表现及责任探讨**

廉政风险源于管理人及相关人员存在主观故意、违反廉洁自律要求、突破法律法规底线的违规行为。例如，在基金业务开展中谋取私利、弄虚作假、徇私舞弊、滥用职权，或通过利益输送、挪用基金资产、收受贿赂、利用内幕信息及未公开信息获取不正当利益等违规谋私行为。此类行为有主观恶意，明显属于违规违纪行为，故不应适用尽职免责情形，必须对相关责任人严格追责。

## **3. 中间地带操作风险成因及责任探讨**

一般操作风险主要源于管理人在基金募集、投资管理、运营管理等环节，因人为因素、制度缺陷、流程不规范、执行疏漏或履职边界认知分歧，导致操作执行层面违反相关规定及合同约定。该类风险具有可控性，可通过完善制度、规范流程、提升专业能力降低发生概率，责任判定以是否勤勉尽责为核心标准。其中，由规则未细化、各方认知有分歧、实务操作缺乏清晰标准而产生的“中间地带”责任较难界定，这种情况在投资、运营环节更为突出。

投资环节常见的一类“中间地带”情形是，当母基金与



子基金同时对同一项目进行较大额度投资时，存在关于管理人是否涉嫌“化整为零”以规避内部投资额度审批的争议。实务中有审计机构要求将母子基金的投资额度进行加总计算，并根据总额度履行相应的投资流程。若未加总履行审批，则可能质疑管理人存在规避投资额度审批的行为。对此类情况判断的关键在于各投资主体是否独立履行投资决策程序。例如，有的母基金基于其投资策略，要求子基金管理人推荐项目并跟投，且母子基金各自独立履行投资决策程序，过程中未出现不当干预的，则不应视为规避投资额度审批程序进而追究基金管理机构及其负责人的责任。

运营环节常见的一类“中间地带”情形是关于触发约定条款时，管理人采取或未采取相应行动的有责判定探讨。管理人在谈判过程中，通常会凭借自身的磋商能力和市场地位，向投资标的方争取一些保障条款（如业绩对赌、回购等）。但进入投后阶段，此类条款面临两大争议：一是条款内容能否根据实际情况变更；二是条款触发后，管理人未采取相关措施是否构成未勤勉尽责。对于这类商务条款，其本质是投资团队结合当时市场环境争取的“适应性约定”，若后续市场、政策或企业经营情况发生重大变化，导致条款原约定基础不存在，则不应机械执行，而需依托基金治理机制完成合规调整。即使未按原约定行动，也不认定为未勤勉尽责。

运营环节常见的另一类“中间地带”情形是关于法规政策调整后的管理人责任判定探讨。私募基金运营管理过程中，法律法规（尤其是操作层面规定）、监管问答及实务操作要求的调整，对基金业务具有牵一发而动全身的影响。由

于此类调整具有不确定性，管理人在前期设定投资条款或采取管理措施时，往往难以预见未来的规则变化。因此，判定管理人是否需对相关后果承担责任，核心在于区分“行为时合规性”与“事后规则调整”的边界——因后续法规政策及操作实务调整导致原合规行为出现“合规性瑕疵”的，不应将责任归咎于管理人，而应给予免责。

综上，“中间地带”的责任判定需遵循“法不溯及既往”与“行为时合规性”原则：只要管理人在开展相关操作时，严格遵循当时有效的法规政策、监管要求及基金合同约定，且无主观过错（如未怠于履行协商、沟通等义务），则后续法规政策及操作事务的调整，不应成为追究管理人责任的依据。

### **三、政策建议**

从基金运作规律、政策与商业平衡要求看，“尽职合规免责”是更具科学性与合理性的免责机制。因此，应将免责机制的重点落在尽职合规免责，构建以其为核心的容错机制，并明确细化免责认定标准和流程。

基于此，建议各地政府及国资基金尽职合规免责机制的建设参考以下思路。

#### **（一）尽职免责机制建设思路**

##### **1. 明确不予免责情形**

设定负面清单。核查行为是否涉及违法违规、利益输送、道德风险或严重偏离投资范围等情形，一旦涉及，无论亏损与否，均不予免责。

结合项目风险特征、投资阶段等差异化情况设定标准。

例如，对不同投资阶段，如种子期、成长期、成熟期项目，设定不同的免责条件；针对项目类型，如概念验证类、成果转化类、产业链拓展类、并购类、财务投资类，设定不同免责标准。

## 2. 制定尽职标准

政府投资基金、国资基金通常面临财政、国资、行业主管部门、证监等不同部门的多头监管，各监管条线的规则逻辑与核心要求各有重点——财政部门侧重政策导向与资金合规使用，国资部门聚焦国有资产安全与保值增值，证监部门关注私募基金的运作合规等。针对上述特点，以私募基金、政府投资基金、国资基金、企业集团、基金合同的各条线监管规则为核心梳理尽职合规标准，不失为界定各主体尽职标准的一种选择。

## 3. 构建认定流程

鉴于政府投资基金、国资基金面临监管主体多、层级复杂，且不同地区对基金规模、项目风险的管控要求不同，难以制定统一的认定流程。各地已发布的尽职免责规定中，认定流程也存在较大差异。基于“原则统一、流程简化、专业判断前置、结果协同互认”的理念，提出以下建议。

**启动程序：**建议在问责环节启动免责认定。在有关部门启动问责程序后，如基金管理机构、工作人员认为具备尽职免责情形、符合尽职免责条件的，可向有关部门或通过基金管理机构向有关部门（对工作人员追责情况下）提出书面免责申请，说明符合免责情形的依据并提供相关材料。若相关主体未主动提交免责申请，有关部门在追责调查中发现可能

符合免责情形的，可依职权启动免责核查。

**调查核实：**有关部门收到申请后，可由具备基金行业经验的成员组成调查小组，对申请材料进行调查核实，充分研判，并通过实地走访、与相关方沟通、查阅外部资料等方式，对投资项目的实际情况进行深入调查核实。调查小组需对投资决策流程、尽职调查工作、投后管理措施、风险发生原因等关键环节进行详细分析，判断是否符合尽职标准和免责情形，并形成书面调查报告。

**专家评审：**必要时引入外部专家或专业机构组成评审委员会，对调查核实结果进行评审。专家来自行业协会、金融法律财务领域等，具有丰富的经验和专业知识。评审委员会依据尽职标准和免责情形，对投资项目进行独立、客观的评价，提出评审意见，为责任认定提供参考。

**决策审批：**决策层根据调查核实结果和专家评审意见，召开专门会议进行审议决策。决策层综合考虑各方面因素，判断是否给予尽职免责。决策层认为事实不清、证据不足的，可要求调查小组补充调查。对于重大项目的尽职免责认定，可能需向上级主管部门或监管机构报备或审批，确保认定过程符合相关规定和监管要求。

**结果公示：**将尽职免责认定结果在基金管理机构内部及一定范围内进行公示，接受监督。公示内容包括投资项目基本情况、认定依据、认定结果等。如有异议，相关方可以在规定时间内提出申诉，有关部门或其上级部门需对申诉进行复查，并给出最终处理意见。

#### 4. 强化协同与监督

建议建立财政、国资、审计、证监等跨部门协调机制，定期召开联席会议统一政策解读；推动监管规则互认，解决多重管理导致执行冲突的问题。对此，2025 年部分地方发布的政策已做出相关探索，让审计、巡视部门更多参与尽职免责政策的落地中，以实现考核评价的工作协作及结果互认。

除部门协同外，基金管理机构还应建立健全内部监督体系，加强对投资业务的日常监督和定期检查。同时，可考虑引入外部专业机构对基金进行年度审计、专项审计或绩效评价，确保基金财务数据真实准确、运营合法合规。

## **（二）尽职免责制度的出台主体和适用对象**

构建科学完备的尽职免责制度体系，首先需要明确制度设计的主体架构、适用对象及其权责边界。建议由财政、国资、行业主管部门主导推动，同时在制定过程中充分吸收审计、监察、纪检等部门的意见。审计部门对基金运作的财务合规性、风险控制等方面能提供专业判断，监察与纪检部门在纪律约束、责任认定边界等方面能提供有益经验，确保制度既符合行业发展实际，又能有效防范廉政风险与履职漏洞。适用对象方面，建议以私募基金管理人及其员工为核心覆盖范围。

## **（三）尽职合规的认定**

科学合理的认定标准是尽职免责制度的重中之重，需要在严格监管与鼓励创新之间寻求平衡，构建包容审慎的认定机制。

### **1. 以内部控制为核心依据**

认定各主体是否尽职合规，需以基金的内部控制体系为

基础。当基金管理人建立了完善的内控体系，包括清晰的各岗位职责清单（如尽调岗需完成哪些维度的调查、投资决策岗需遵循哪些审批流程）、具体的履职要求（如尽调需形成包含财务数据、市场分析、风险评估等要素的报告）以及健全的投资管理制度时，这些规定便成为认定尽职与否的核心依据。同时，内控体系需遵循持续改进理念，随市场环境、行业规则的变化不断优化，以保证其科学性与适应性。

## 2. 尽职合规免责中的“合规”原则

首先，须以合规原则为核心标尺，厘清具体违规行为与免责认定之间的因果关联。从尽职合规免责的核心逻辑出发，管理人主张免责的前提，在于能够证明具体违规行为与损害后果之间不存在直接因果关系。对于多因素共同作用导致损害后果的情形，需甄别违规行为在其中的参与度、影响力及与合规义务的关联性，结合合规要求划定责任范围与比例，进而认定免责的边界与尺度；对于与损害后果无因果关联的违规情形，可依据行政监管规定、行业自律规则或公司内部合规制度另行处置。

其次，合理区分责任轻重。参照《国有企业管理人员处分条例》中关于“改革探索、缺乏经验”可予从轻、减轻甚至免责的精神，对于投向战略新兴产业和未来产业的早期股权投资这类天然高风险的创新业务，尤其是涉及因对行业发展研判而引发的合理损失，决策时具备合理商业逻辑且已履行必要程序，就应大胆适用，在追责过程中，从轻或减轻其责任承担。

## 3. “中间地带”的包容性认定

无论政策如何完善，面对复杂多样的投资活动，政策在具体适用到个案中仍然存在自由裁量和解释理解的空间。在部分履职行为的合规性难以用非此即彼的标准界定时，应留有一定认定余地，体现包容性，兼顾行业发展需求与鼓励干部担当作为的价值取向；当市场环境、政策要求等发生重大变化时，及时对机制进行调整，保持制度弹性空间，使机制能够灵活应对各类新情况、新问题。

#### **4. 激励约束并重的配套机制**

对于认真履职、成效显著的主体，可通过评优评先、绩效奖励等激励措施予以肯定；对于虽未达到追责标准但履职不够尽责的情况，可借助约束手段让相关主体个人承担一定负面后果，形成“奖优罚劣”的导向。同时，在认定过程中应充分考虑投资领域的专业性与风险性，结合行业惯例与专业标准进行综合评估，确保责任认定既合理合规，又能激发各主体的专业履职动力。

#### **（四）尽职免责认定的结果应用**

尽职合规免责认定结果的有效应用是制度价值实现的关键环节。当前各地政策虽各有侧重，但已形成若干共识性应用原则：一是非负面评价原则，即经认定予以免责的，不作负面评价；二是结果互认原则，即在考核周期内无新证据的，不重复启动调查；三是正向激励原则，与干部任用、评优评先等挂钩；四是风险隔离原则，即不影响后续项目申报和资金支持。

在以上基本原则指导下，各地结合实践需求，已发展出多维度的结果应用体系，主要用于绩效考核评价、干部任用、

评优评先、纪律处分豁免等方面。

在实践中，部分特殊情形的处理需建立专门机制予以规范。如，在跨周期应用规则上，有地方规定免责结果在基金存续期内持续有效，且对已免责事项不因人事变动重新追责。

**【本文为中国证券投资基金业协会课题《政府及国资基金免责及追责机制》的研究成果】**