



私募基金法律

S基金参与私募基金份额二级市场交易实务解析

作者：张平 | 齐华英 | 张摩西 | 钱锦 | 丁笑

私募基金自二十世纪末在国内萌芽并经历了十数年的探索后，于2014年起监管体系逐步建立后渐渐发展到顶峰。时至今日，诸多私募机构已经历了十多年运作，并逐步进入第一批私募基金的退出期或基金期限届满的时间点，随之而来的是部分投资者实现从基金变现退出的需求与管理团队寻求延期以实现基金利益最大化之间的潜在矛盾。与此同时，《资管新规》及配套规则的落地强化了去杠杆概念，也使银行理财等私募基金的传统投资人面临限时整改的需求。多方诉求催生了私募基金份额二级市场交易的蓬勃发展。

私募基金份额二级交易市场，是以合伙企业份额等私募股权投资基金（“**私募基金**”）份额为标的进行买卖、转让和流通的市场，是私募股权二级市场（private equity secondary market, “**PE二级市场**”）的组成部分。广义的PE二级市场，还包括对非上市公司股权等投资项目权益进行交易的市场。相类似，私募股权二级交易（“**PE二级交易**”）也可分为两种类型，即针对私募基金所持有的直投项目投资组合的交易（secondary direct）和针对私募基金份额的交易（secondary fund interests）。

Secondary fund（“**S基金**”）作为专业的PE二级市场投资者，在PE二级交易中尤为活跃。本文将梳理并解读S基金在参与PE二级交易之私募基金份额交易（secondary fund interests）时涉及的若干实务问题，供业内人士参考。

一、交易顺序

通常而言，私募基金份额转让需要经过交易各方接洽、尽职调查、通知目标基金现有投资人、优先购买权行使、各方谈判确定交易文件、交割付款等几个主要环节。有别于LP直接投资基金项目，PE二级交易往往以处理买方与卖方间的法律关系为主，而以处理买方与基金乃至普通合伙人间的法律关系为辅，也因此导致了各主要交易阶段的关注点有所不同。

交易各方接洽。PE二级交易通常可分为由目标基金管理团队主导的交易（GP-led transaction）和卖方主导的交易（seller-led transaction）两种交易主导模式。就前者，基金管理团队需要注意其对于基金现有LP的责任，需要及时通知现有LP交易中的各项进展，在多个买方的情况下（syndicated transaction），需要协调买

方竞标的过程。就后者，由于在私募基金的合伙协议¹中，通常会限制有限合伙人自由转让其合伙份额或退出合伙企业的权利，因此潜在交易通常也需要取得目标基金管理团队的初步认可可以有效推进。

S 基金作为买方，需要在初步接洽环节了解转让发起的缘由、有无交易时限的要求，并视情况签署意向协议。意向协议通常将约定数月的排他期以保障买方 S 基金的权益。而对于交易背景的掌握（如转让系为满足卖方资金周转需要还是应被投资企业需求调整 LP 结构，又如卖方或管理团队对于收款或完成交易有无时限要求）将有利于 S 基金把握交易节奏、合理安排付款和交割时点，并抓住谈判的先机。

尽职调查。买方进行尽职调查的对象既包括目标基金，也包括目标基金份额和卖方基本情况。PE 二级交易的时点，往往目标基金已完成了实质投资，部分或已进入退出期，对目标基金的尽职调查应围绕基金所处阶段和实际情况展开，比如如果目标基金已经处于退出期，对投资期相关事项的关注可适度减少。而对目标基金份额和卖方，买方需要了解目标基金份额的基本情况、有无违约、权利状态，是否已存在任何质押等影响处置效力的情形；需要了解卖方的负债状况，以判断目标基金份额是否存在交割前被冻结、强制执行或其他被第三方主张权利的风险等。对目标基金、目标基金份额和卖方的尽职调查将有助于排除风险并为后续谈判及确定核心交易条款提供指引。

在卖方主导的交易模式下，可能遇到管理团队对尽职调查的配合程度比较低的情况。但对目标基金运营状况的掌握对于完成交易又不可或缺，S 基金需要通过综合尽调并落实到交易文件的规定中来降低法律风险。实操中，某些 S 基金主要考虑选择其自身或者关联方的直投子基金或其关联基金作为投资标的，以使潜在交易建立于互信的基础，也便于 S 基金侧面获取目标基金的信息。

对于卖方及基金管理团队而言，在此时也需要对于潜在买家的资质（包括是否合格投资人以及财务方面的资质）以及是否是适合基金的投资人方面（比如上层架构、出资来源等背景情况）进行一些初步的调查。

通知目标基金现有投资人。在很多交易中，受限于交易时间表，交易各方包括目标基金管理团队希望能在完成交易后再通知目标基金的现有投资人（非卖方）。需要注意的是，《合伙企业法》第七十三条规定，有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额，但应当提前三十日通知其他合伙人。这一规定并无约定排除的例外，因此可以理解为法律的强制性规定。尽管如此，根据我们对部分案例的检索，仅因未履行三十日通知期，可能并不会影响转让交易的有效性，但会导致通知义务方的违约。实操中，如果确因交易时间表而无法遵守上述三十日通知期但又希望避免因未遵守通知期而对交易的确定性甚至效力造成影响，S 基金可考虑促使目标基金管理团队要求投资人书面确认放弃通知期，或在需要先行签署交易文件的情况下将三十日通知期届满作为付款或交割前提条件（condition precedent）等变通方式缓释风险。

优先购买权行使。较之通知期，合伙人优先购买权则是交易环节更为实质的关注点，且可能无法轻易规避。对于合伙人的优先购买权，《合伙企业法》的机制为默认享有，也即除非合伙协议明确排除，对外转让目标基金份额的，同等条件下其他合伙人有优先购买权。虽然合伙企业法及其相关规定中并未对同等条件有过释义，但参考公司法司法解释，同等条件应考虑转让股权的数量、价格、支付方式及期限等因素，因此在涉及优先购买权的转让交易中，如何确保优先购买权的有效征询和放弃，也是 S 基金需要关注的重点问题。此外，即使其他合伙人不享有优先购买权，但国内工商变更登记一般仍需要全体合伙人共同签署相关文件，因此，私募基金份额交易的最终完成有赖于目标基金管理团队与其他合伙人的事先协调和沟通。

谈判确定交易文件。基于 PE 二级交易较之传统 LP 直投项目所处阶段和参与方的特殊性，合伙协议通

¹ 因私募股权投资基金最常见的组织形式为有限合伙企业，本文以下所称目标基金均假设为有限合伙型私募基金。

常都不是交易谈判的重点，买卖双方权利义务将主要通过转让协议（或购买协议）予以确定，部分交易中 S 基金也可争取与普通合伙人和/或基金管理人谈判签署合伙协议补充协议。对于卖方曾签有补充协议并享有优惠权利的情况，S 基金作为买方能否直接承继该补充协议项下权利义务或在何种程度上承继该等权利义务，也将成为交易文件谈判的重点。

此外，如目标基金组织文件约定除卖方外的其他现有投资者均无优先受让权，则可直接进入买卖双方及目标基金管理团队沟通谈判并起草交易文件的环节。而如目标基金现有投资者具有优先受让权，则拟行使优先受让权的投资者也将加入交易谈判。在有多名拟议受让方的情况下，视具体情形可能需要设置竞价环节以确定交易条件，直到确定最终买方后，各方具体确定交易条款，定稿交易文件。

交割付款以及完成基金份额转让。关于交割的相关问题，详见以下第二、三部分分析。

二、交割时点

如前所述，私募基金份额转让通常并非简单的“一手交钱、一手交货”，完成转让程序需要经过一定的时间。在 S 基金参与 PE 二级交易的过程中，交割时点和付款时点的确定对降低交易风险非常关键。交割时点通常是指某交易项下权利义务转移的时点，而付款时点只是支付转让对价的时点。交割时点与付款时点未必重合，但相互之间存在紧密的联系。

常见的交割时点包括目标基金份额转让协议的签署日、目标基金合伙协议的签署日、付款日等。对 S 基金而言，交割时点越早，权利义务的转移越早明确。但实践中，以目标基金份额转让协议的签署日作为交割日的仍属少数，出于方便目标基金管理考虑，大多会将目标基金合伙协议的签署日作为交割日。但由于转让对价一般会在目标基金份额转让协议中约定，如果交割日在目标基金份额转让协议签署日之后，则在此期间，目标基金还可能会发生收益分配或缴款需求，从而影响到目标基金份额的定价。因此，若交割日晚于目标基金份额转让协议的签署日，则 S 基金需要注意在目标基金份额转让协议中约定转让对价的调整机制或出资缴付和收益分配的调整及预留机制。

交割日的后置将导致过渡期变长，除去上述提示的出资和分配的调整机制外，如何在过渡期设置转让方的善良管理义务并进一步维护转让份额的稳定性也是交易文件中需要考量的因素。

三、交割安排

常见的付款时点除了目标基金份额转让协议的签署日和目标基金合伙协议的签署日外，也可以是更晚的日期，如工商变更完成日等。对于作为买方的 S 基金而言，付款时点越晚，交易风险越小，但也受限于各方谈判的结果，尤其是卖方的资金需求情况。如卖方急需资金周转，则其通常倾向于付款周期短的买方（但可能在转让对价方面有所让步）；而如果卖方只是出于调整资产配置之目的转让目标基金份额，则其可能更关注转让对价而相对放宽对付款周期的要求。也因此，S 基金在对卖方尽职调查时，需要关注卖方转让目标基金份额的原因。

与付款时点密切相关的是付款方式。交易各方可协商决定付款周期，即一次性付款或分期付款，以及在不同情况下的付款时点。对于卖方而言，一次性付款自然是最佳付款方式，但对于买方而言，出于降低交易风险和资金周转的考虑，通常希望能分期付款，以转让程序中的不同时间节点作为各期付款的时点。付款时点通常会定于目标基金份额转让协议签署日、目标基金合伙协议签署日、或工商变更完成之日等关键时间节点后数日。

交易中，为协调买卖双方诉求，在增加资金安全性的同时提前付款时点，可考虑采取开立资金共管账户

或第三方资金监管账户的方式，在满足初步条件后向共管或监管账户划款，在满足最终条件后再完成全部款项向卖方的支付。由于第三方资金监管账户需要牵涉交易各方之外的其他方，需要各方之间额外的协议安排，操作相对复杂，因此实践中开立资金共管账户更为多见。共管银行可由双方共同选定，开立于买方或卖方名下，共管账户的任何资金划转均须买卖双方共同确认并提供划款指令。

四、解除机制

如前所述，在交易相对复杂的情况下，目标基金份额转让协议中会约定若干交割前提条件（condition precedent），只有在满足所有交割前提条件后，交易才能完成交割。这也意味着，即使交易各方已签署目标基金份额转让协议，仍有可能因无法完成交割而导致交易失败。因此，目标基金份额转让协议中通常会约定明确的协议解除机制，以应对交割前提无法满足或重大违约等特定情形下的解除需求。

特定协议解除情形中最常见的原因是交易对方发生重大违约。对买方而言，其同意受让目标基金份额在很大程度上有赖于卖方及目标基金管理团队关于目标基金份额承诺与保证的真实与准确；对卖方而言，其最大的诉求是买方能按期支付转让对价。交易安全是买卖双方的共同诉求，因此通常交易各方会共同将对方发生重大违约作为己方有权解除协议的情形之一。但同时为避免解除权的滥用，各方通常会需要考虑对解除前提予以进一步限制，如限定于特定违约后果，或予以合适的宽限期和补救期等。其他常见的解除情形还包括交割前目标基金份额发生重大不利变更下的买方解除权。

此外，交易各方还可在目标基金份额转让协议中约定交易完成截止日期（long stop date），以免交割前提无法达成的情况下交易无限制拖延，而影响卖方对于目标基金份额的后续处置和买方收回已支付款项。交易完成截止日期的确定需要综合交易实际进度等因素合理判断，过长可能导致各方错失最佳交易时机，过短则不利于稳步推进交易进程。同时，还可以考虑将一些特殊情况作为例外排除。举例而言，若交易各方将目标基金份额转让的工商变更登记完成交割条件之一，则可考虑在设定时间期限时将工商部门政策变动等客观影响因素予以适当排除。

五、简要税务分析²

目前实践中，S基金受让目标基金份额可能会要求一定比例的折价，尽管该等折价是在市场机制下自然形成的，但考虑到低于成本折价转让不会产生任何税收贡献，因此不排除有税务部门可能会按照一般逻辑要求进行税务调整，特别是在目标基金份额按其市场公允价值账面浮盈的情况下。这意味着转让方不仅为变现承担了折价损失，还要额外承担税收损失，实践中，转让方和受让方可以事先通过协议约定方式税收风险在转让方和受让方之间进行分担。

为此，S基金可以考虑在直接转让的方式外，通过卖方退伙/减资同时买方入伙的方式实现转让。据我们了解，实践中税务部门在退伙环节要求进行税务调整的可能性相对较低。

如果有S基金在受让目标基金份额过程中确实遇到了税务调整，可以先考虑主张转受让双方之间不存在任何关联关系，以及S基金的特殊性和形成折价转让背后的商业环境和因素，以尽可能说服税务部门税务调整不符合《企业所得税法》的基本原则。另外即使调整，目前私募基金份额的市场公允价值如何确定在实践中较为困难。2018年3月30日，中国证券投资基金业协会发布《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》，提出了私募基金在对非上市股权进行估值时通常采用的五种具体估值方法，并强调实质重于形

² 目前也会有境外二级市场私募基金份额交易，以及境外S基金参与境内基金退出和项目转让，其中涉及的税务因素需要综合交易架构等各方面考虑，因篇幅所限，在此不再具体展开。

式的估值原则。考虑到 PE 二级市场交易的私募基金份额可能是一揽子被投资企业市场公允价值之和，不同被投资企业适用的估值方法又不完全一致，因此税务调整的依据也尚存在探讨的空间。

六、结语

随着国内 PE 一级市场的蓬勃发展和日益成熟，PE 二级市场也愈发活跃。除本文已提及的外，私募基金份额二级交易实务中还存在很多值得探究的细节问题，如不同主导方主导的交易程序的差异、卖方存在违约情况下交易谈判的重点、多买方情况下的竞价机制、S 基金本身基金文件的特殊约定等。因篇幅有限，本文不予备述。可以预见，随着私募基金份额二级市场的日臻成熟，其交易情况将愈加复杂，S 基金作为市场核心参与者的重要作用也将愈加凸显。

特别声明

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

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

张平

电话： +86-10-8525 5534

Email: evan.zhang@hankunlaw.com

齐华英

电话： +86-10-8525 4660

Email: huaying.qi@hankunlaw.com