



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西 · 务实创新

2018年9月12日

私募基金法律

S 基金 — PE 二级市场交易揭秘

王勇 | 董双 | 丁笑 | 徐毅

随着近年来喷涌而出的私募基金已渐渐开始进入投资期的中后期，大量私募基金面临退出节点。2018年以来，随着A股IPO审核速度明显放缓，私募基金投资项目当前最主要的退出方式受阻，私募基金目前手握大量等待退出项目，如期完成项目退出及私募基金清盘的难度越来越大。此外，伴随着银行杠杆的限制和《资管新规》的落地，大量通过理财产品进入私募基金市场的投资急需退出，进一步助推了私募基金通过PE二级交易（private equity secondary transaction）¹实现退出的需要。

此前，我们曾通过《S基金 — 渐行渐近的PE二级市场接盘侠》²一文对国际与国内PE二级交易作了概要的介绍。该文提到，PE二级交易可分为两种类型：针对私募基金份额的交易（secondary fund interests）和针对私募基金所持有的直投资项目投资组合的交易（secondary direct）。本文重点讨论针对私募基金份额的交易。

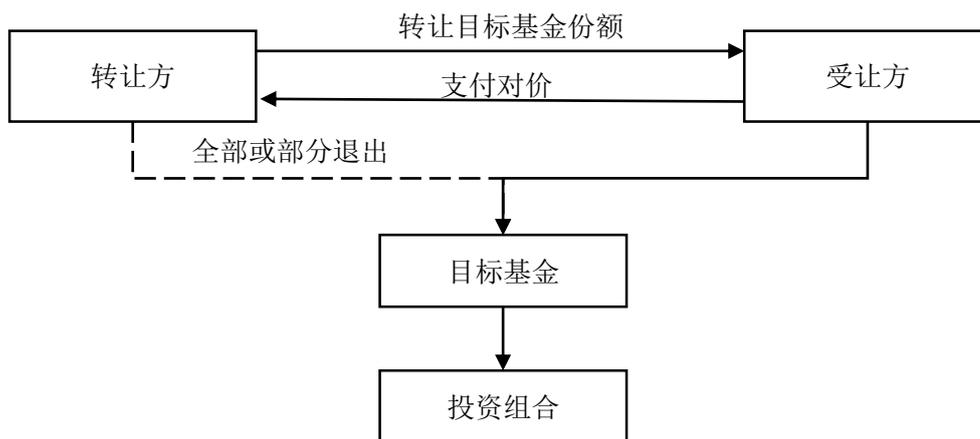
PE二级交易的主要参与者通常包括目标基金、转让方（或称“卖方”）和受让方（或称“买方”），secondary fund（“S基金”）作为专业的PE二级市场投资者，其参与PE二级交易频繁，通常具有需求量大、交易额大、交易结构复杂等特点，是PE二级交易的买方主力军。

本文拟探讨S基金进行PE二级交易的交易模式，并通过对PE二级交易环节的梳理，总结PE二级交易中的一些谈判焦点及交易各方的主要诉求。

一、交易模式

¹ 针对PE基金份额转让的PE secondary market的概念与PE primary market（即PE基金的初始募集市场）相对应。

² 请参阅汉坤法律评述《S基金 — 渐行渐近的PE二级市场接盘侠》（2018/08/28）。



上图为 PE 二级交易最基础的交易方式，即受让方直接购买转让方持有的目标基金份额，转让方从目标基金全部或部分退出。目前国内 PE 二级市场中大部分交易都采用此种简易交易模式。在此基础上，根据交易主导方的不同，市场实践中也衍生出了一些特殊的交易模式或安排。

（一）目标基金管理团队主导的交易（GP-led transaction）

从我们的实践经验来看，目前国内 PE 二级市场的交易大多由目标基金管理团队主导，主要原因在于，卖方通常较少拥有找到合适的买方的渠道，而目标基金管理团队本就有募资能力和买方资源，更易替卖方寻找到合适的买方。

在某些情况下，即使卖方自身有能力寻找受让其份额的买家，目标基金管理团队仍可能需要由自己主导，对目标基金进行重组式调整。例如，在目标基金经营期限临近届满时，目标基金可能正持有处于成长期且未来投资收益可观的投资项目，但最终退出时点可能晚于目标基金原定的经营期限，而部分投资人出于商业考虑或受限于法律法规或其自身组织性文件的约定而无法配合延长目标基金的经营期限（例如在目标基金的投资者中存在自身存续期限届满的政府母基金、资产管理产品等投资者时）。此时，如目标基金管理团队不愿以低价处置优质资产，较好的办法是引入新的投资者受让需退出的原投资者持有的目标基金份额，并继续持有该优质项目，直至最佳退出时点。由于涉及的转让金额较大，一般需要由目标基金管理团队主导引入 S 基金等专业 PE 二级市场投资者，以协助部分原投资者退出。在这种情况下，目标基金可能发生整体性的投资人变更，需要目标基金管理团队对目标基金进行重组式调整（通常包括管理费、投资收益分配等核心内容），以满足留在基金中并同意延期的原投资者和通过 PE 二级交易受让目标基金份额的新投资者的诉求。

在目标基金管理团队主导交易的情况下，尤其是在目标基金持有的投资组合较为优质而紧俏时，目标基金管理团队可能会要求买方承诺投资于同一管理团队设立或拟设立的其他基金，作为接纳其受让目标基金份额的条件，从而提前锁定其设立的其他基金的投资者，提高其他基金的募资效率（即所谓的“stapled secondary”）。通常有新一期基金募集计划的目标基金管理团队可能提出该要求。但对于专业的 S 基金而言，其自身的投资策略决定了其参与私募基金投资的方式一般为受让已存续一定期限的基金份额，而非直接参与私募基金的初始募集。因此，在买方为 S 基金的情况下，通常较难直接同意目标基金管理团队的该要求，但 S 基金可以考虑安排其关联方或者其自身的 LP 认购目标基金管理团队设立的其他基金。

（二） 卖方主导的交易（seller-led transaction）

当卖方为母基金、基金会等成熟投资人时，其可能为调整资产配置等目的而需要打包转让其所持有的多支私募基金的份额，而该等打包私募基金中可能同时包括预期投资收益较高和预期投资收益一般的基金。此时，为尽快转让所有基金份额并简化交易流程之目的，卖方可能会要求买方打包购买包括优质基金和普通基金在内的多支基金组成的投资组合。而买方虽然通常仅希望购买优质基金份额，但为取得交易定价上的主动权，也可能会同意一并受让卖方搭售的普通基金份额。

此类交易在国内尚不常见，但在境外成熟的 PE 二级市场中却不少见。例如加利福尼亚州公务员退休基金（The California Public Employees' Retirement System (CalPERS)），2006 年因投资战略调整，将其所持有的部分私募基金份额打包出售，自行委托了咨询顾问为其拍卖份额、甄选买家，最终在历时一年多后，除部分目标基金向单独的买家一对一转让外，大部分拟转让的私募基金份额由五个买方分别受让，成功完成交易，交易额达 15 亿美元。再如美国北卡罗来纳大学在 2008 年时因对私募基金的投资超出了其投资策略拟定的比例，故对外转让其所持有的部分私募基金份额，以调整其资产配置。

二、交易环节

一般而言，PE 二级交易可以分为以下几个主要环节：

（一） 卖方向目标基金管理团队提出转让申请

卖方拟全部或部分转让已投资的私募基金份额的，无论其是否有能力自行接洽潜在买方，其都应提前告知目标基金管理团队。除了因绝大多数私募基金的组织文件中都会约定私募基金份额的转让应经私募基金管理团队的同意外，PE 二级交易行为可能落入《私募投资基金募集行为管理办法》所规定的“募集行为”³的范畴，而只有私募基金管理人及其他相关法律法规规定的募集机构方能以非公开方式向投资者募集资金。因此，目标基金的管理团队就其份额转让事宜掌握主动权乃其根据法律法规规定管理基金的应有之义。

除了就拟转让目标基金份额事宜本身取得目标基金管理团队的同意外，如卖方拟自行接洽潜在买方，其还应就可向潜在买方披露的信息和文件与目标基金管理团队达成一致。由于私募基金的非公开属性和商业上的保密需求，私募基金投资者根据法律法规或其与目标基金管理团队的约定有权对外披露的信息十分有限，而如欲成功转让目标基金份额，则不可避免地需要向潜在买方提供有关目标基金和其持有投资组合的相关信息。当然，在目标基金管理团队代为寻找潜在买方时，目标基金管理团队可在相关法律法规和私募基金组织文件所允许的范围内自行把握向潜在买方所披露信息的尺度。

（二） 潜在买方对卖方和目标基金尽职调查并进行交易谈判

在就份额转让事宜取得目标基金管理团队的同意后，卖方可自行或委托目标基金管理团队或其他第三方代为接洽潜在买方。潜在买方可能会对卖方及目标基金进行尽职调查，并在此基

³ 《私募投资基金募集行为管理办法》第二条规定，募集行为为包含推介私募基金，发售基金份额（权益），办理基金份额（权益）认/申购（认缴）、赎回（退出）等活动。

础上，与卖方及目标基金管理团队进行交易谈判。

PE 二级交易中，潜在买方的尽职调查一般会重点关注以下几个问题：

- 目标基金的投资者份额转让机制。这是潜在买方首先需要关注的问题，重点关注其他投资者或目标基金管理团队是否有优先受让权。根据《合伙企业法》第二十三条的规定⁴，除合伙协议另有约定外，其他合伙人享有同等条件下的优先受让权。由于整个交易可能因为优先购买权的限制而前功尽弃，因此，潜在投资者需要重点关注有限合伙型私募基金的合伙协议中是否有其他合伙人优先受让权的另行约定，亦或是由普通合伙人全权决定；其他组织形式的私募基金章程、合同或类似性质的协议中，也可能有优先受让权的相关约定。优先受让权的存在可能会使交易的完成存在极大不确定性，这主要是因为其他合伙人或第三方拥有最终出价匹配的权利。
- 卖方拟转让的认缴金额及已实缴比例情况。这决定了潜在买方在受让卖方对目标基金的份额后，是否还存在实缴出资义务。
- 目标基金的存续期限和投资期限。这是为了评估目标基金当前的投资阶段，从而判断是否与潜在买方对投资退出期限的预期相匹配。
- 目标基金的已投项目情况。这是为了评估目标基金的投资质量。PE 二级市场的投资者正是通过在评估目标基金投资质量后再决定参与投资，从而“后发制人”，取得较之在初始募集期便参与认购的投资者更优异的投资回报。
- 卖方与目标基金管理团队的特殊约定。在初始认购目标基金份额时，卖方可能会与目标基金管理团队通过附属协议的方式达成一些特殊约定，通常为目标基金管理团队对卖方投资者的优惠让步（例如管理费减免或业绩分配折让），或者由于卖方自身法律性质所要求的权利条款（例如对于目标基金投资方向的限制）。潜在买方可能希望能在受让卖方对目标基金的份额的同时，一并承继这些商业方面的优惠约定，但目标基金管理团队未必能同意。
- 其他目标基金的核心条款。与一般私募基金投资者一样，PE 二级市场的投资者同样需要关注目标基金的其他核心条款，包括但不限于费用分摊、收益分配、分配返还、基金架构以及投资者承诺与保证等。

（三） 卖方或目标基金管理团队通知目标基金其他投资者

在交易各方就目标基金份额转让事宜确定交易方案后，卖方或目标基金管理团队应根据法律法规或目标基金组织文件的要求，通知目标基金其他投资者。尤其是对于有限合伙型私募基金而言，《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。尤其是在目标基金组织文件约定其他投资者有优先受让权的情况下，提前通知就显得尤为重要，可使其他投资者有充分的时间考虑是否行使优先受让权。

⁴ 《合伙企业法》第二十三条：合伙人向合伙人以外的人转让其在合伙企业中的财产份额的，在同等条件下，其他合伙人有优先购买权；但是，合伙协议另有约定的除外。

(四) 交易各方签署交易文件并安排交割

在最终确定目标基金拟转让份额的受让方后，各方可实质性推进各交易文件的起草和修订，并在最终定稿后完成签署。通常情况下，此类交易所涉及的交易文件至少包括《份额转让协议》、买方对目标基金的全套认购文件（包括但不限于法律法规所要求的《私募投资基金投资者风险问卷调查》《风险揭示书》《合格投资者调查表》《认缴出资确认书》《合伙协议》及其他投资者基本信息等）、卖方退出目标基金的文件（如目标基金为有限合伙型基金，则为《退伙协议》）。此外，还可能包括买方与目标基金管理团队的附属协议，以及在目标基金非为契约型基金时所需的工商变更文件等。

在交易文件中约定的交割条件生效后，通常由目标基金管理团队主导安排该次基金份额转让交易的交割，宣布接纳受让方作为目标基金的投资者，并根据目标基金组织文件的约定通知目标基金其他全体投资者。

三、谈判焦点

在 PE 二级交易中，交易各方均有各自关注的问题，并在谈判达成一致后，体现在交易文件中。一般而言，各方交易谈判的重点至少有以下几方面：

(一) 估值定价

目标基金份额转让的对价是交易各方关注的核心要点。对买卖双方而言，对价的高低直接决定了交易的成功与否；而对目标基金管理团队而言，买卖双方决定的对价也体现了对目标基金价值的判断。通常情况下，各方会将转让对价确定为截至某特定日期（通常为目标基金最近的估值日期或其最近一次财务报表出具的日期）拟转让目标基金份额所对应的目标基金净值的一定比例或倍数，但也会根据具体交易背景作出适当调整。

影响交易对价的因素是多方面的。从卖方的角度来看，其对目标基金预期收益的判断、转让意愿的强烈程度、收到对价款的期限和方式都是其议价的衡量标准；从买方的角度来看，目标基金的类型（并购基金、创业投资基金、不动产基金或其他类型）、经营期限与投资阶段、卖方对目标基金的实缴出资比例等多方面因素也都是其议价筹码。比如，若买方希望能延期或分期付款，则转让对价可能会适当提高。不过，在大部分情况下，尤其是在当前国内私募基金投资者未臻成熟的情况下，大部分投资者转让其所投资的私募基金份额的目的都是为了资金周转，对买方支付对价款的期限要求较高。因此，通常只有在卖方是出于调整自身资产配置的目的转让目标基金份额的情况下，才可能同意买方延期支付转让对价款。再如，若各方预期在目标基金份额转让交割后买方能在短期内获得收益分配，从而能提高买方的内部收益率（internal rate of return），则转让对价可能适当提高。

(二) 交割条件

由于自《份额转让协议》签署之日至交割之日，目标基金还可能发生一些变化，可能会影响拟转让目标基金份额的估值或其他实质性影响买方的受让决定的因素，因此买方通常会要求在相关协议中约定份额转让的交割条件，如约定在交割日之前，目标基金的基本情况不发生实质性变更。例如，目标基金进行项目处置发生收益分配即为实质性影响目标基金净值的重要事项，在此情况下，约定在目前基金净值在发生变更的情况下，交易对价的调整机制则显得尤为

重要。

常见的交割条件还包括卖方受限于法律法规的规定或目标基金签署的针对其份额转让存在限制的协议。例如，国资背景的卖方在对外转让份额时，可能需要履行国有资产评估、进场交易等程序；目标基金签署的已投资项目公司的股东协议中可能有不得直接或间接转让被投资企业股权的约定等。而买方通常难以准确知悉卖方或目标基金进行份额转让的限制。

(三) 责任承担

对目标基金的责任承担也是各方谈判的焦点。通常来说，买方仅愿意承担在受让目标基金份额后产生的相关责任，而卖方则不希望为目标基金份额转让后再承担来源于目标基金的任何责任，无论产生该责任的原因是发生在份额转让之前还是之后。因此，买方通常要求在《份额转让协议》中约定，即使份额转让已完成，卖方仍需要就其持有目标基金份额期间所产生的债务承担相应责任，包括由于卖方违反目标基金的组织文件或份额转让文件的约定而导致买方产生的任何损失赔偿责任以及卖方已获取投资收益分配部分所对应的收益返还责任等。

值得注意的是，目标基金的组织文件通常会约定投资人或目标基金管理团队在某些情形下需要向目标基金返还自目标基金获得的分配收益（“**收益返还**”，即 clawback）。若基金份额转让完成后发生了收益返还情形，买卖双方极有可能就该责任的承担发生争议，如买卖双方如何分摊应向目标基金返还的收益，或如何在双方之间分配目标基金管理团队向目标基金返还的收益。因此，在《份额转让协议》中明确与收益返还责任承担的相关事宜非常重要，比较常见的做法是买卖双方就收益返还金额预先约定一个折中的各自承担或分配的比例。

关于责任承担的另一个重要问题是赔偿金额问题，一般情况下，卖方要求以交易对价为上限承担赔偿责任，而买方则要求没有数额上限或以“交易对价和基金份额转让后的买方的实缴出资二者之和”的数值为赔偿数额上限。同时，为了保护自己的利益，买方会要求明确排除适用赔偿数额上限的若干情形，包括卖方存在欺诈行为、卖方违反《份额转让协议》的陈述与保证条款内容等。

(四) 陈述保证

在《份额转让协议》中，买卖双方都会做出一定的陈述与保证。通常买方会做出与其合法设立并存续、符合私募基金合格投资者条件、具有支付交易对价的能力等相关陈述与保证。相比之下，卖方的陈述与保证通常更为复杂，通常包括但不限于以下陈述与保证：

- (1) 卖方不会向其他方出售拟转让基金份额，也不会采取赎回或其他方式处置拟转让基金份额（例如以退伙或非现金分配的方式），不会出现导致卖方无法对拟转让基金份额进行有效处置的事由；
- (2) 卖方合法、有效地持有拟转让基金份额，且拟转让基金份额之上不存在任何第三方权利或任何未决诉讼、仲裁及行政处罚等事项；
- (3) 任何有关目标基金过去的收益分配及实缴出资安排的陈述都是真实、准确的（通常会在《份额转让协议》中列明目标基金已发生收益分配和实缴出资情况）；
- (4) 卖方已经向买方提供了与拟转让基金份额相关的所有资料。

此外，买方还可能会要求目标基金管理团队对卖方作出的特定陈述与保证予以确认并作出相应的陈述与保证，包括有关目标基金的收益分配、实缴出资进度等事宜。但因为目标基金管理团队并无义务作出此类陈述与保证，所以通常会拒绝作出，或出于促成交易之目的，有针对性地作出部分限制。

(五) 特殊权益

买方往往会要求与目标基金管理团队签订附属协议，从而获得部分特殊权益，包括提前收到缴款通知、延长实缴出资宽限期、减少缴纳管理费、分享共同投资机会等。这类要求可能基于卖方曾与目标基金管理团队签订的附属协议，也可能是买方的另行要求。在买方与目标基金管理团队就附属协议进行谈判时，双方均应仔细评估原投资者所签订的附属协议中的相关条款。并非所有原投资者获得的特殊权益都适合由买方承继，尤其是一些因原投资者所适用法律法规的规定不得不做出的安排，在原投资者退出目标基金后，即可以不必遵守。典型如原投资者为政府引导基金的情况下，政府引导基金的管理办法可能对目标基金有若干政策性要求与限制，而在政府引导基金退出目标基金后，目标基金便无需再遵守该等政策性限制，从而为目标基金的投资运作带来更多的灵活空间。最终买方所能获得的特殊权益需视其与目标基金管理团队的商业谈判情况而定。

四、结语

由于 PE 二级交易的复杂性和专业性，专业的 S 基金在参与 PE 二级交易的过程中，较之高净值个人和企业等普通投资者更能发挥管理团队的专业能力、行业经验和议价能力优势，有效获取目标基金信息，并顺利完成交易。目前，国内部分行业领先的母基金或财富管理机构已纷纷布局 S 基金。我们有理由相信，S 基金在 PE 二级市场的广阔天地中将大有可为。

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，不应被看作是特定事务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，请与汉坤投资基金组王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; james.wang@hankunlaw.com）联系。