



## 私募基金法律

### S 基金 — 渐行渐近的 PE 二级市场接盘侠

王勇 | 董双 | 丁笑 | 徐毅

私募股权二级市场 (private equity secondary market), 从广义上来说, 是指对非上市公司的股权、合伙企业份额等其他企业的权益进行买卖、转让和流通的市场 (简称“PE 二级市场”), 狭义而言, 则限于私募股权投资基金<sup>1</sup> (简称“私募基金”) 作为买卖主体进行的这类交易。与之相对的是私募股权一级市场 (private equity primary market), 即非上市公司首次接受私募基金投资或私募基金在募集设立之初接受投资人的认购的市场 (简称“PE 一级市场”)。在私募股权投资中, 私募基金的退出渠道是私募基金投资者和私募基金管理团队重点关注的问题。受近年经济形势和监管政策的影响, 传统以被投资企业上市来退出的方式受到了较大的冲击, 越来越多的私募基金开始考虑通过转让其对被投企业的权益获得退出, 而私募基金投资者也开始寻求通过转让其在私募基金中的份额来退出, 从而获得投资收益。

据此, 从直接或间接交易私募基金投资组合 (portfolio) 从而实现投资者退出的角度, 我们可以将 PE 二级市场区分为两个层次: 一是对私募基金的份额进行交易的市场, 二是对私募基金所持有的投资组合进行交易的市场。本文重点讨论前述第一层次狭义的 PE 二级市场<sup>2</sup>, 即对私募基金份额进行交易的市场。

本文旨在对 PE 二级市场的产生与发展、参与者、交易模式和功能进行简单介绍, 并通过对国内 PE 二级市场发展现状的剖析, 对在中国建立 PE 二级市场交易平台所涉及的法律问题进行分析, 并对国内 PE 二级市场的发展加以展望。

#### 一 PE 二级市场简介

##### (一) PE 二级市场的产生与发展

1982 年, 由 Dayton Carr 设立的 Venture Capital Fund of America (VCFA 组织), 被认为是最早从事私募基金权益交易的机构。PE 二级市场的交易虽然已经开始, 但市场尚未真正成型。

<sup>1</sup> 为本文之目的, 私募股权投资基金包括中国现行法律法规下的“股权投资企业”和“创业投资企业”。

<sup>2</sup> 为行文方便之目的, 除非另行说明, 本文所指 PE 二级市场仅指代私募基金份额进行交易的市场。

2000年，网络泡沫破灭后，PE二级市场迅速发展起来。由于届时资本市场的萧条，私募基金投资者开始纷纷寻找退出渠道并转让其已有的私募基金份额或尚未履行的出资承诺。但因为经济环境的原因，这一阶段在PE二级市场上交易的私募股权主要为一些投资者被迫低价转让的不良资产。2004年后，PE二级市场逐渐成为一个较为成熟的市场，而这个市场的其他作用也日渐彰显。

## (二) PE二级市场的参与者

PE二级市场的主要参与者通常有如下三方：(1) 目标基金，即财产份额被买卖、转让或流通的私募基金（简称“目标基金”）；(2) 转让方，即持有目标基金财产份额并拟将其全部或部分财产份额出售、转让的主体（简称“转让方”）；(3) 受让方，即拟购买、受让目标基金财产份额的主体（简称“受让方”）。不同于一般交易，PE二级市场的交易虽然也是在转让方和受让方之间进行，但通常都需要目标基金的管理人甚至目标基金其他现有投资者的同意。因此，目标基金、转让方及受让方为PE二级市场的共同参与者，需相互协调一致，方能达成交易。此外，大量的中介机构也是PE二级市场的重要参与者，包括律师事务所、会计师事务所及咨询顾问等。律师事务所协助市场交易各方准备复杂程度不一的交易文件，会计师事务所协助交易各方进行财务尽职调查，而咨询顾问则负责匹配、协调各方资源，协助交易价格的确定并最终促成交易。

## (三) PE二级市场的交易模式

在现阶段，国内PE二级市场的交易模式相对比较单一，主要局限于一对一的私募基金份额转让，即在某转让方拟从某单一目标基金全部或部分退出时，仅将其对该目标基金的财产份额转让单一受让方，并在取得该目标基金的管理团队同意的前提下，完成转让。该种交易模式下，交易规模通常较小，涉及的相关方较少，交易结构和交易文件也较为简单。

但从全球市场来看，在有大型机构投资者（例如母基金、大学校友捐赠会、家族办公室等）参与的私募基金市场中，出于积极管理、优化投资组合或调整投资策略的目的，不乏投资者打包出售其对若干甚至大量私募基金财产份额的情况。且在买方参与者众多的情形下，往往需要将卖方拟转让的目标基金财产份额做整体切分后，由不同的买方分别受让。这种模式下的交易通常规模庞大，且涉及大量的交易相关方，为满足各方的不同需求，交易结构可能极为复杂，需要专业的中介机构协助设计交易结构、推动交易进程、确定交易价格并起草交易文件。

## (四) PE二级市场的功能

PE二级市场的存在，可以有效匹配目标基金、转让方和受让方等各方需求，其功能主要体现在以下方面：

### 1. 避免因投资者出资违约而对目标基金的投资运作造成重大影响

私募基金在完成最终交割后，会根据最终募集规模来安排投资计划。由于私募基金投资者的投资金额通常较大（各法域对私募基金的最低投资额度有不同的规定，中国对合格投资者的要求是投资于单个私募基金的金額不低于人民币100万元），如在私募基金投资运作的过程中，有投资者面临资金困难而无法按时缴付其认缴出资额，或要求退出投资收回已投资金，则可能造成私募基金对已投项目的出资违约，或无法按原计划投资相关项目，从而间接影响整支基金的投资回报。

在实践中，私募基金的基金合同或合伙协议中通常会约定，在投资者出资违约且严重影响私募基金运作的情形下，基金管理团队有权要求该出资违约投资者向其指定主体转让私募基金份额或直接退出。PE 二级市场可以有效匹配基金管理团队在面临其投资者违约出资情况下寻求其他潜在投资人的需求。

## 2. 使转让方尽快收回资金、重新分配投资资源、调整合作关系

私募基金的一个显著特点是其资产流动性弱。一支私募基金的期限通常在 5 至 10 年，依惯例大多是封闭式运作，而私募基金在通过被投资企业上市、被并购等方式退出取得高额投资回报之前，可能多年内都收益甚微。即使投资者经基金管理团队同意以退伙的形式退出，私募基金账面上也未必有足够的现金与投资者结算，而若管理者对投资者以非现金分配进行补足，投资者作为非专业人士通常缺乏变现能力。因此，投资者一旦投资私募基金，通常意味着在较长时间内都无法收回投资。

诚然，根据私募基金相关监管规定，私募基金只能向具有相应风险承受能力的合格投资者募集，但投资者的风险承受能力、收入状况、资产状况、资产配置偏好以及市场大环境都会随着时间的推移发生改变，随时有可能需要提前收回出资。特别是在经济危机或市场不景气的情况下，特殊的投资者，如金融机构、退休私募基金、富有家庭等，可能出于对市场的判断或自身财务需求的原因无法完成大额的对外出资义务。同时，若私募基金本身亦面临无法从被投资企业中退出的情况，其有可能建议投资者将投资期限延长从而超出投资者的预期。

通过 PE 二级市场，投资者可以提前收回其出资，降低向私募基金投资的风险，并消除其资产负债表中与未缴付出资承诺的有关的负债。

另外，对于部分投资者而言，其通常通过多种方式投资并构建安排合理的且具有侧重点的投资组合，从而最大程度的获得收益并规避风险。通过 PE 二级市场，投资者可以转让其私募基金权益，重新部署其投资策略，处置不符合其投资方向的投资，并以所收回的资金投资于符合其投资安排的私募基金，使其投资组合的收益及风险控制能够取得新的平衡。

此外，在私募基金设立后，投资者与基金管理团队之间的合作关系可能出现问题。PE 二级市场也为投资者与基金管理团队提供了新的选择空间。通过 PE 二级市场的交易，投资者可以离开与其合作存在问题、投资理念不符或者投资能力不理想的基金管理团队，并相应减少因维系与这些基金管理团队之间的关系而产生的成本。对于基金管理团队而言，PE 二级市场可以为其带来新的且对其更具信心的投资者。

## 3. 使受让方缩短投资回报时间，增强收益可预期性，提高投资收益空间

PE 二级市场中的受让方可以简单分为两类，一类是为自有资金寻求合适的投资机会的普通买家，另一类则为专门投资于私募基金转让份额的专业买家。这类专业买家通常为一些投资基金，业内称之为 Secondary Fund（国内简称“S 基金”）。无论是哪一类买家，投资于私募基金转让份额都可能会有以下几方面的考量：

首先，由于投资的是经转让的私募基金份额，该等私募基金已存续一段时间，因此剩余存续期限较短，受让方能更快地获取投资回报，也能在相对较短的时间内退出，提高资

金的利用率。

其次，在选择投资于私募基金转让份额之前，买方可以通过观察该等私募基金的已投资项目，判断该等私募基金的投资质量，相较于在私募基金初始募集时参与投资，对预期收益的判断更为准确。

再次，私募基金的原投资者往往是出于资金周转的需求而不得不转让其持有的私募基金份额，此时受让方就获得了较强的议价能力，有可能以较低的折扣受让该等私募基金份额，从而给受让方带来了更高的收益空间。

基于上述原因，S基金的投资收益通常会优于一般私募基金。根据2018年4月歌斐资产、德勤与投中信息联合发布的《2018中国PE二级市场白皮书》，从全球数据来看，S基金净回报倍数和净IRR的中位数都明显高于其他私募基金。PE二级市场的存在为潜在投资者提供了新的商机。

## 二 PE二级市场的发展现状

尽管PE二级市场能为市场各方提供上述诸多便利，但从实践情况来看，PE二级市场，尤其是国内的PE二级市场发展仍颇为缓慢，市场规模有限。根据《2018中国PE二级市场白皮书》，2008年-2017年全球S基金总募集规模占VC/PE基金募集总规模的8%，国内的S基金规模则更有限，仅在200亿左右。而根据中国证券投资基金业协会（简称“基金业协会”）2018年第7期《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》，截至2018年7月底，已备案私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模已达8.26万亿元。此外，对中国机构的调研也显示国内机构对参与PE二级市场交易的意愿不强。

造成国内PE二级市场发展缓慢的原因可能有很多方面，其中最主要的原因可能包括以下几点：

首先，从PE二级市场交易的特性来看，转让方与受让方之间的接洽是此类交易的重点及难点所在。由于中国的私募基金投资者中有大量的高净值人士，这类投资者之间缺乏通畅的沟通渠道，加之私募基金募集的非公开属性，导致潜在转让方和潜在受让方“纵使相逢应不识”。再加上私募基金的份额转让受法律法规和基金文件的限制较大，投资者依靠自己的能力寻得合适的转让方或受让方的可能性相对较低。在这种情况下，PE二级市场的发展需要一个特殊的交易平台，为投资者提供便利的信息获取渠道。没有成规模的交易平台，也就无法有效匹配转受让双方并促成交易；而交易量不足反过来也会限制交易平台的发展。本文第三部分还将讨论设立PE二级市场交易平台所面临的法律合规问题。

其次，国内PE二级市场的买卖双方还未臻成熟，参与度较低，交易规模较小。一个活跃市场的形成，需要足够数量的交易双方和由此形成的足够规模的交易量。在此前很长一段时间里，国内私募基金的投资者中企业投资者和高净值人士较多，其投资主要出于分散资产配置的需要，投资规模有限。一级市场如此，所带来的二级市场交易也是相对碎片化的。而境外私募基金活跃地区的投资者大多为大型机构投资者，包括大型金融机构、公共养老金、大学基金会及其他专业投资机构等，对通过PE二级市场交易来主动管理投资组合的需求和能力都远高于中小散户，从而给PE二级市场带来较多的投资机会，并吸引买方。国内机构对参与PE二级市场交易的意愿不强，既是国内PE二级市场发展缓慢的原因，也是后果。



此外，专业人才的缺乏也是国内 PE 二级市场不活跃的一大原因。挖掘 PE 二级市场投资机会需要大量的市场资源和丰富的从业经验，对从业人员的要求极高。目前国内已布局 S 基金的投资机构大多为已在市场颇有声望的大型母基金，而初创团队很少有开展 S 基金业务的能力。此外，由于 PE 二级市场交易的资源匹配、交易结构、交易文件、定价方式等各方面都颇为复杂，对市场相关中介机构的专业人员要求也非常高。专业人员的短缺会导致 PE 二级市场的发展事倍功半，反之，高层次的专业人才可以助推 PE 二级市场的发展。

### 三 PE 二级市场交易平台的设立及相关法律问题

#### (一) PE 二级交易平台设立相关法律问题

从美国 PE 二级交易平台（“交易平台”）的发展历史来看，大致可以分为两类不同商业模式的交易平台：

- 仅为交易双方提供私募基金份额转让信息的平台（“信息平台”），为“被动的信息公告板（passive bulletin board）”。典型的例子为 SharesPost.com 设立初始的业务模式，其平台公司并不参与双方交易，也避免需要依据美国《证券法》登记注册为经纪商（registered broker dealer）；
- 不仅提供私募基金份额转让信息，也作为咨询顾问为交易双方提供咨询服务的平台（“顾问平台”）。典型的例子为 SecondMarket<sup>3</sup>业务模式，SecondMarket 为经登记注册的经纪商，其更加深入地参与二级市场的交易，确保该交易平台上的交易程序将保证在该平台上的交易符合美国相关的证券法律法规，并收取交易佣金。

在美国法下，如何保证转让方进行交易时目标基金不被认定为公募基金是其所面对的主要法律问题之一。若目标基金被认定为公募基金，则将受到不利的税收影响。因此交易平台必须保证该等交易可以被认定为私募（private placement）或者通过适格匹配服务（qualified matching service）完成。在中国私募基金监管体系下，在设立 PE 二级市场交易平台并提供服务时，私募基金管理人或交易平台方需考虑以下所面临的合规性问题：

#### 1. 私募基金管理人非公开募集的合规风险

《中华人民共和国证券投资基金法(2015年修订)》第91条规定：“非公开募集基金，不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。”对于私募基金而言，私募基金管理人其应当以非公开方式募集资金。我们理解，私募基金份额转让亦可能被认定为募集行为的一种（尤其是在转让未实际缴付出资的基金份额时），故私募基金管理人应遵守不得公开募集的相应规定。

因此，交易平台需要为私募基金设计非公开的交易环境，而公开与非公开募集的界限较难把握，尤其是在通过互联网平台披露私募基金相关信息的情况下，即便采取合格投资者认证程序或会员制等手段对信息浏览者作初步筛选，互联网公开化的特性仍使私募基金管理人存在利用交易平台进行公开募集之嫌。

<sup>3</sup> SecondMarket 已于 2015 年 10 月被纳斯达克收购。

## 2. 交易平台被认定为代销私募基金的合规风险

根据 2018 年 4 月 27 日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）第九条规定：“未经金融监督管理部门许可，任何非金融机构和个人不得代理销售资产管理产品。”结合《私募投资基金募集管理办法》的规定<sup>4</sup>，交易平台从事的 PE 二级市场交易业务（特别是作为顾问平台接受委托主动撮合交易的情况下），可能会被认定为从事代理私募基金销售业务，从而需要在中国证监会注册取得基金销售业务资格并成为基金业协会的会员。

## 3. 基于互联网的交易平台可能需要取得 ICP 证

若交易平台通过互联网向交易双方提供双向信息以撮合交易为目的，并收取相应服务费或居间报酬，交易平台可能需要事先取得“信息服务业务”类增值电信业务经营许可证（“ICP 证”）。考虑到目前实践中各地工信监管部门对于“经营性”的判断标准存在差异，最终是否需要申请许可证或仅办理 ICP 备案即可，交易平台需要根据其具体商业模式与相关主管部门进一步确认。

## 4. 顾问平台作为居间方的合规风险

顾问平台不仅提供私募基金份额转让信息，也为交易双方提供咨询服务并收取服务报酬，此种模式下，顾问平台可能会被认定为提供了居间服务。根据《合同法》等相关法规的规定，居间人负有如实报告义务，即对于其所知晓的关于交易的任何信息，均应如实告知委托人。若居间人故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况，损害委托人利益的，不得要求支付报酬并应当承担损害赔偿责任。因此，若交易双方就私募基金份额转让事宜发生任何纠纷，居间人可能会因未充分履行如实报告义务而需承担相应责任。

### （二）国内 PE 二级市场交易平台概况

我们了解到国内 PE 二级市场已有多个相对“官方”的交易平台。例如：深圳证券交易所为已按证监会要求备案的私募基金开设了份额转让服务，并明确参照资管计划份额转让进行办理<sup>5</sup>，但私募基金挂牌时只能说明项目的基本情况，无法进行标准化的信息公示<sup>6</sup>；北京金融资产交易所和上海股权托管交易中心也提供私募基金份额转让服务，其作为信息披露渠道，一定程度上缓解了中国私募基金份额转让市场规范化和公开化程度低、信息不对称等问题；中证资本市场发展监测公司成立了“机构间私募产品报价与服务系统”，该系统设置了“私募基金份额转让”专栏，但从该系统的公开信息来看，自 2016 年 6 月至今，已有少量私募基金成功交易的先例<sup>7</sup>。

我们亦期待更多相对市场化的主体（尤其是拥有众多 PE 二级交易买卖双方信息资源的主体）参与到 PE 二级交易平台探索和建设，在合规且不违反有关保密义务的前提下搭建信息公示的平

<sup>4</sup> 《私募投资基金募集管理办法》第二条：在中国证券投资基金业协会（以下简称中国基金业协会）办理私募基金管理人登记的机构可以自行募集其设立的私募基金，在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中国基金业协会会员的机构（以下简称基金销售机构）可以受私募基金管理人的委托募集私募基金。其他任何机构和个人不得从事私募基金的募集活动。本办法所称募集行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。

<sup>5</sup> 参见《深圳证券交易所资产管理计划份额转让业务操作指南（2014 年修订）》。

<sup>6</sup> 深圳证券交易所资管计划份额转让产品信息请见：<http://www.szse.cn/disclosure/innovate/asset/product/index.html>。

<sup>7</sup> 机构间私募产品报价与服务系统：<http://pe.interotc.com/html/sharetransferlist/Sharetransferlist.html>。

台，吸引更多的具有意向性的买方，增加 PE 二级交易市场的活跃性。

#### 四 PE 二级市场发展前景

虽然截至目前，国内 PE 二级市场仍处于发展初期，但随着国内 PE 一级市场的快速发展，其发展潜力巨大。国内的私募基金自 21 世纪初起步以来，经过十余年的发展，相关法律法规逐渐完善，监管体系趋于完整，如今 PE 一级市场已初具规模。如前所述，截至 2018 年 7 月底，全国私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模已逾 8 万亿。而基金业协会曾公布的第 1 期私募登记备案月报显示，截至 2015 年 1 月底，全国已备案的私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模仅为 1.6 万余亿。近年来国内私募基金的增长态势可见一斑。常见的私募基金存续期限通常为 5 到 10 年，其中投资期通常为 3-6 年。这意味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，且今后将有源源不断的私募基金前赴后继步入此阶段。只有足够庞大的一级市场，才可能发展出成规模的二级市场。近年来 PE 一级市场的持续发力为 PE 二级市场的发展奠定了基础。

在我国私募基金发展的早期阶段，私募基金的投资者多为高净值人士及普通的企业投资者。而时至今日，已有越来越多的专业机构投资者进入市场。虽与国外常见的公共养老金、大学基金会等成熟投资机构不完全相同，我国也有各种类型的机构投资者，如社保基金理事会、保险资金、证券公司等金融机构及其下设投资机构、政府引导基金及其他大型母基金等，还包括在《资管新规》正式下发前市场上大量的证券公司、基金公司等发行的资产管理产品以及银行理财产品。众多专业机构投资者的出现逐渐改变了 PE 一级市场的投资者结构，使市场逐步趋于成熟、理性。而 PE 一级市场投资者结构的优化，也会相应促进 PE 二级市场的发展。

随着 PE 一级市场的蓬勃发展，大量的一级市场交易已培育出一大批能够识别、判断投资机会并把控投资风险的优秀人才，并有能力在较短时间内将一级市场的经验转化为二级市场的经验。目前，不少大型母基金或资产管理机构凭借其广泛的市场资源和丰富的人才资源，已纷纷开始布局 PE 二级市场，以期抢占市场先机。与此同时，各中介机构也在长期一级市场项目实践中积累了丰富的私募基金募集、管理、投资和退出经验，专业人员在设计复杂交易结构、起草复杂交易文件和处理其他交易各环节难题方面的能力对 PE 二级市场交易都至关重要。

虽然 PE 二级市场的前景可观，但仍然存在一些潜在风险。其中最主要的问题之一便是市场信息不对称。这和 PE 二级市场的私募属性息息相关，在市场信息不透明的情况下，可能会造成卖方恐慌性折价出售优质基金份额、买方盲目抄底质量不佳的基金份额等情况。要解决信息不对称问题，一种途径是建立有效的 PE 二级市场交易平台。但如本文第三部分所述，短期内国内 PE 二级市场交易平台要取得实质性进展，除了有赖于整个市场环境的活跃程度，还存在不少有待厘清和解决的合规问题。因此，可以预见，信息不对称问题在短期内难以取得实质性改善。

#### 五 结语

PE 二级市场的产生与发展有其规律，尽管过去因受 PE 一级市场发展的限制，以及市场参与方的信息交流渠道不通畅等原因，导致国内 PE 二级市场尚未取得突破性进展，但在国内 PE 一级市场迅速发展的今天，市场规模的增长、市场结构的改善以及专业人才的积累，都为 PE 二级市场的发展积蓄了能量。我们有理由相信，国内 PE 二级市场正在蓄势待发。

## 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](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。