

私募基金法律

S基金破局：私募基金流动性解决方案探索 —— 私募基金份额转让北京试点政策研究与展望（下）

作者：齐华英 | 周林¹

近年来，随着私募基金一级市场的快速发展，对私募基金流动性的需求逐渐增加，私募基金底层交易项目之二级市场转让以及私募基金份额二级市场的完善与发展成了各方期待。近期，北京市发布私募基金份额转让试点指导意见，抓住私募基金份额转让、基金份额出质等市场痛点，期待将北京打造成“S基金高地”。同时，上海、广州等地也对私募基金二级市场的构建提出指导性意见，值得期待。

在本系列评论文章中，我们将结合法律实务经验，对试点政策以及私募基金份额转让做一些思考和展望。我们已在上篇中简要介绍《指导意见》的主要内容，并就国有基金份额转让的试点政策作分析和评述。在下篇中，我们将介绍评述私募基金份额登记和出质登记在内的其他政策要点，并对本次试点政策做总体的评价和展望。

一、基金份额登记和出质

（一）规范基金份额登记和出质有利于增强私募市场流动性

实践中，由于私募基金份额转让和退出较为困难，一些有流动性需求的投资人希望通过基金份额质押获取流动资金。规范基金份额出质的方法和管理办法，能够释放这部分流动性需求，也能在一定程度上平衡市场对私募基金的收益和流动性的诉求，缓释对私募基金过高的收益预期，促进私募市场的良性发展。

（二）基金份额登记和出质面临的问题

1. 私募基金份额质押的法律性质和设立要件不明确

合伙份额的质押本质上是担保物权（权利质权）的设定，然而法律并没有明确规定私募基金份额出质属于哪一类权利质押。实务中，私募基金份额质押的法律性质存在属于基金份额质押、股权质押和其他权利质押三种观点。

¹ 周菲及实习生郎一臻对本文的写作亦有贡献。

观点一：私募基金份额质押属于《民法典》规定的“基金份额出质”，其质权自办理出质登记时设立。

观点二：私募基金份额质押属于《民法典》规定的“股权质押”，其质权自办理出质登记时设立。

观点三：私募基金份额质押属于《民法典》规定的“其他权利质押”，须参照适用动产质权“交付设立”的规则。而在实务中，合伙份额的“交付”如何认定存在争议，一些司法判决支持以质权人取得对财产份额的控制权为完成交付的标志，还有法院支持以完成转让为标志。

因此，私募基金份额质押性质的不明确，导致它的设立要件、登记公示效力均存争议。

2. 基金份额登记和出质登记机构不明确

过往实务中，除个别地区的市场监管部门受理合伙份额的质押登记业务外，绝大多数市场监管部门根据《工商行政管理机关股权出质登记办法》，仅办理有限责任公司和股份有限公司股权的质押登记，而不接受办理有限合伙企业财产份额出质的相关业务。自2018年起，浙江、江西、广州、天津陆续出台了关于有限合伙企业财产份额出质登记业务的相关试行办法，为私募基金份额登记和出质登记明确了管辖机构和登记方法。我们将北京与上述地区就基金份额登记的有关规定简单梳理如下：

北京、天津、浙江、江西和广州关于“合伙企业财产份额出质登记”相关规定

	北京	天津	浙江	江西	广州
文件	北京股权交易中心有限公司有限合伙企业财产份额登记业务细则（试行）。 (2021年6月22日)	天津市滨海新区有限合伙企业财产份额出质登记管理办法（试行）。 (2020年8月17日)	浙江省有限合伙企业财产份额出质登记暂行办法。 (2018年8月15日)	关于支持江西联合股权交易中心有限公司开展有限合伙财产份额出质登记业务试点的指导意见。 (2018年1月16日)	广州市地方金融监督管理局、广州市市场监督管理局关于开展有限合伙企业财产份额出质登记业务试点有关事项的通知。 (2019年5月14日)
登记机构	北京股权交易中心。	天津市滨海新区市场监管部门。	浙江省工商（市场监管）部门。	江西联合股权交易中心。	广东股权交易中心股份有限公司和中证报价南方股份有限公司。
可登记的出质份额	有限合伙企业财产份额（有限合伙人和普通合伙人的财产份额均可出质）。	滨海新区内登记的有限合伙企业或者普通合伙企业中的财产份额。 中国（天津）自由贸易试验区内登	仅限于在浙江省企业登记机关登记的有限合伙人认缴的出资额。 对于普通合伙人的财产份额质押不予受理。	仅限于有限合伙企业的有限合伙人的财产份额。	有限合伙企业财产份额（有限合伙人和普通合伙人的财产份额均可出质）。

	北京	天津	浙江	江西	广州
		记的合伙企业中的财产份额。	未要求拟办理出质的有限合伙人必须履行完毕其实缴出资义务。		
是否公示	未规定	建立合伙企业财产份额出质登记台账，供社会公众查询。	出质登记事项在企业信用信息公示系统公示。	江西联合股权交易中心官网和国家企业信用信息公示系统（江西）网站公示。	未规定

（三）北京试点措施

《指导意见》明确将北京股权交易中心的作为合伙制基金份额的登记备案和出质登记机构，即在北京市范围内明确了基金份额登记和出质登记的机构为北京股权交易中心。

但是由于目前交易中心并未得到法律层面的授权，这种公示的效力仍存在疑问，后续仍需要更高层级的法律法规对此作出明确规定。例如目前《指导意见》规定基金份额登记备案机构为交易中心，这与现行的《合伙企业法》等要求合伙企业向企业登记机关进行登记申请有一定出入。未来两者如何衔接，是并行关系（两边都须登记）还是二者选其一，可能也需要监管部门进一步确认。

二、北京试点的其他支持措施

（一）完善份额转让试点服务支持体系

《指导意见》提出支持中介服务机构参与份额转让试点，鼓励各区为参与份额转让试点的基金管理人和中介服务机构提供优质服务和政策支持。

（二）建立基金份额变更信息对接机制

《指导意见》提出探索建立北京股权交易中心份额转让试点向基金业协会、市金融监管局等部门定期报送相关基金份额转让数据信息的工作机制，为行业管理部门加强私募投资基金行业统计监测和研究分析提供服务，并探索依托北京市大数据平台金融数据专区建立各方信息共享机制，持续创新信息共享方式。

目前 S 基金的痛点之一就在于私募基金份额交易信息非常零散且不易获得，对于国有份额及其转让规定不甚明确，无法形成有效的数据库供潜在投资方和相关中介机构使用。各方信息共享机制的有效建立，将帮助解决这一难题。

三、对北京份额转让试点的评价与展望

总体而言，我们对在北京开展国资基金份额转让、基金份额登记和出质，以及 S 基金试点持审慎乐观的态度。《指导意见》在北京市政策层面明确了诸多问题，有利于明确监管口径、统一基金份额转让市场的监管要求。

我们相信在未来进一步完善细化试点规则的基础上，试点不但将为国资基金份额转让和退出提供可行的路径，更能够通过完善私募基金二级市场交易规则，提高私募基金市场的流动性，为全国以及其他各地S基金试点和发展提供宝贵经验。

同时我们也关注到，目前从法律法规政策层面仍有一些问题需要明确，S基金份额交易市场的发展还取决于许多市场因素，我们会持续跟进相关监管规则更新。期待随着监管机构和更多市场参与者的共同努力，S基金以及私募基金二级市场的相关规则进一步完善，为私募基金投资者带来多元的流动性选择，以促使我国私募基金市场更加稳健的发展。

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：

齐华英

电话： +86 21 6080 0296

Email: huaying.qi@hankunlaw.com

周林

电话： +86 10 8516 4188

Email: lin.zhou@hankunlaw.com