

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（上）

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。上篇简要介绍《指导意见》的主要内容，并就国有私募基金份额转让的试点政策作分析和评述；下篇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。

一、《指导意见》简要介绍

2020年9月以来，国务院和证监会相继批复同意在北京市开展私募股权基金份额转让试点（“北京份额转让试点”或“北京试点”）。

2020年9月5日 国务院批复支持试点工作

国务院发布《关于深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案的批复》，支持北京市在现行私募基金法律法规框架下，设立私募股权转让平台，拓宽私募股权和创业投资退出渠道。

2020年12月10日 证监会复函同意开展试点

证监会发布《关于在北京区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点的复函》，同意在北京区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点。

¹ 周菲及实习生郎一臻对本文的写作亦有贡献。

2021年4月20日 北京市股权交易中心发布业务规则

北京市股权交易中心就份额转让平台业务开展发布 11 项业务规则（“**业务规则**”），包括基本业务规则、登记业务规则、投资者适当性管理规则、信息披露细则等。

2021年6月25日 北京市七局委发布试点工作指导意见

北京市地方金融监管局、北京证监局、北京市国资委、北京市财政局、北京市经济和信息化局、北京市科学技术委员会、中关村科技园区管理委员会联合发布《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》（“**《指导意见》**”）。

《指导意见》主要包含以下内容：

1	北京股权交易中心（“交易中心”）作为试点交易场所
2	明确国资基金份额通过交易中心进行转让 支持各类国资相关基金份额通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易。 对于存续期未满足但达到预期目标的政府投资基金出资形成的份额，经该基金行业主管部门审核后，可转让交易。 基金设立协议等对基金份额转让有明确规定或约定的，从其规定或约定。 简化审批流程，采取市场化方式确定最终转让价格。首次转让报价应以评估或估值结果为基准。
3	在交易中心进行基金份额登记和出质登记 支持北京股权交易中心份额转让试点建立健全各类合伙制基金份额的登记备案及转让服务体系。 基金份额在份额转让试点完成转让后，由北京股权交易中心出具基金份额转让凭证。 鼓励在京注册登记的有限合伙企业通过北京股权交易中心份额转让试点办理有限合伙人的财产份额托管和出质登记业务。
4	支持北京市 S 基金市场发展 支持在北京市发起设立 S 基金，协调基金业协会对 S 基金管理人设立和基金备案给予支持。 根据在京实际投资规模对 S 基金管理人给予资金激励。 鼓励各市场主体参与受让基金份额，鼓励现有母基金引入 S 策略。
5	完善试点中介服务支持体系 支持中介服务机构参与试点，鼓励各区为参与试点的基金管理人和中介服务机构提供优质服务、购租房补贴、资金激励和保障服务等支持。
6	建立与行业管理部门的基金份额变更信息对接机制 探索建立试点向基金业协会、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。 逐步探索建立各方信息共享机制，持续创新信息共享方式。

《指导意见》所提出的试点政策是环环相扣、互为支撑的。“明确国有基金份额转让和退出路径”和“明确交易中心进行基金份额出质登记”是两大突破口，瞄准了私募市场上国资转让私募基金份额和投资

人通过出质基金份额获取流动性的实际需求；“完善中介服务体系”和“建立信息对接机制”是保障性措施；S基金市场的规范和发展是试点工作不断完善后所期望达到的市场效果。

就试点范围而言，原则上拟在交易中心转让的基金份额须满足基金或其管理人注册地在北京的要求²。

同时，证监会和北京市对于试点的要求更多地侧重于“规范私募市场转让行为”。市场主体参与基金份额转让，必须符合基金业协会、北京市各局委等监管部门的各类规定和监管要求。在规范合规的前提下，鼓励支持市场主体参与私募二级市场交易。

二、其他地区政策前瞻

除了北京之外，上海、广州也正推进私募基金二级市场的构建。

2021年7月15日，中共中央、国务院发文支持上海建设私募基金二级市场。中央在《关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》中明确提出，“适时研究在浦东依法依规开设私募股权和创业投资股权份额转让平台，推动私募股权和创业投资股权份额二级交易市场发展”。

2021年7月8日，广州市政府审议通过《关于新时期进一步促进科技金融与产业融合发展的实施意见》，提出拓宽风投创投退出渠道。该《实施意见》表示，要探索依托广东股权交易中心设立私募股权转让平台，探索设立私募股权S基金，拓宽风投创投机构退出渠道。

可以预见的是，包括上海和广州在内的区域性私募基金二级市场将适时落地，我们也将持续关注。

三、国资基金份额转让

（一）国资基金份额转让的监管规定和现实问题

1. 监管未明确是否须进场交易

根据《中华人民共和国企业国有资产法》和《企业国有资产交易监督管理办法》（“32号令”）规定，国有资产转让应在依法设立的产权交易场所公开进行，国家法律法规另有规定的从其规定。实践中，对于合伙企业是否适用32号令一直存在争议。国务院国资委曾发布问答登选，答复“32号文适用范围是依据《中华人民共和国公司法》设立的公司制企业。国有企业转让有限合伙企业份额的监督管理另行规定”；北京产权交易所也曾就此问题答复“32号文对合伙制企业不强制适用，是否需要进场取决于国资集团内部把控范围”。尽管有上述监管部门和交易所对32号文适用的答复，但从法律规定的严格适用而言，国有企业持有的私募基金份额仍存在需要进场交易的可能。

2. 进场公开交易 vs. 非公开募集

私募基金须遵循“非公开募集”的原则，相应地，在份额转让时，也应以非公开的方式进行，这与上述对国有资产转让“进场交易”“透明公开”的要求存在矛盾。具体而言，国资基金份额持有主体在转让基金份额时存在如下问题：（1）无法公开寻求潜在受让方；（2）标的基金的GP无法公开提供标的基金信息。此前也有部分国资基金份额持有主体通过产权交易所等公开交易场所进行份额转让的挂牌，

² 根据交易中心发布的《份额转让平台登记业务规则》和《份额转让平台业务规则》，交易中心仅受理管理人或基金工商注册地在北京的基金办理登记托管，同时规定原则上拟在交易中心转让的基金份额应在交易中心登记托管，因此目前可参与份额转让试点的基金应满足基金或其管理人注册地为北京的要求。

但其是否符合私募基金非公开募集的监管要求仍存在疑问。

（二）北京试点措施

为解决国资基金份额转让的实际困难，北京试点采取了多种措施。值得注意的是，其中很多措施对于各类市场主体参与份额转让试点都具有规范意义，并不局限于国资转让。

1. 明确支持国资基金份额通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易

《指导意见》明确支持各类国资相关基金份额（基金或管理人注册地须在北京）通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易。由于《指导意见》的发布机关包括北京证监局和北京市国资委，受北京证监局和北京市国资委监管的国资基金份额转让因此具有法规依据。值得注意的是，如国资基金份额持有主体受到其他地区或者国务院国资委的监管，在北京股权交易中心进行转让是否符合国资监管的规定还有待进一步讨论。

除了明确转让的交易场所之外，《指导意见》还明确了对于“存续期未届满但达到预期目标的政府投资基金出资形成的份额”，经该基金行业主管部门审核后，可在北京股权交易中心份额转让试点转让交易；同时允许根据基金协议等约定灵活转让。该规定为一些性质特殊的国资基金份额转让提供了更为灵活的处理方式。例如，早期的北京市引导基金曾提出过基金设立4年内免息退出，给社会资本让利等，这类具有政策性让利性质的政府引导基金对交易环节的价格就可能需要灵活操作的空间。

2. 明确转让定价“采取市场化方式”、以“评估或估值结果为基准”

《指导意见》提出“简化国资相关基金份额转让审批流程，采取市场化方式确定最终转让价格。首次转让报价应以评估或估值结果为基准”。

首先，《指导意见》首次提出了与评估并行的“估值结果为基准”的说法，相比此前其他地区的一些规定而言是非常大的创新和突破。此外，《指导意见》还提到简化国资相关份额转让的审批流程。

3. 北京股权交易中心“非公开转让”的业务规则设计

2021年4月，北京股权交易中心就份额转让平台业务开展发布11项业务规则（“业务规则”），包括基本业务规则、登记业务规则、投资者适当性管理规则和信息披露细则等。

根据上述业务规则，基金份额通过北京股权交易中心进行转让的流程具体包括以下环节：股权投资和创业投资份额权益登记托管、发布转让意向、发布转让基础信息、定向披露信息、中介服务机构报价及单向竞价、组织转让签约、结算及变更登记。

为符合私募基金行业的特点，保持私募性质，北京股权交易中心在征集受让方的过程中制定了**投资者适当性规则、二次信息披露制度和意向受让方筛选制度**。

（1）投资者适当性规则

目前，交易中心规定自然人投资者暂不得参与份额转让业务。机构投资者投资于单只基金的金额不低于100万元，最近一年末净资产不低于2,000万元且金融资产不低于1,000万元。北京证监局还明确**试点投资者必须同时符合私募基金和区域市场的合格投资者标准，而且不得代持，不得进行份额拆分**。因此，北京试点对投资者适当性做了更为严格的要求，不但符合私募基金的一般监管标准，也降低了私募基金份额转让工作的潜在风险。

(2) 二次信息披露制度和意向受让方筛选制度

第一次信息披露即发布转让公告，公告通过交易中心的信息系统向关注交易中心基金份额市场机会的合格投资者定向发布。转让公告仅包含转让标的基本情况，如基金名称、基金规模、标的持有人名称、拟转让份额、实缴比例等内容。

发布公告后，符合合格投资者标准的投资者进行初步报价，由中介服务机构协助转让方在其中确定意向受让方。

北京股权交易中心向意向受让方进行第二次信息披露，内容包括基金份额的详细信息，并根据受让方需求，协调后续尽职调查等工作。

在其他交易所一般的国有资产转让交易中，信息披露公告一般面向全体公众，所含信息还包括转让决策、主要财务指标、交易底价、管理层是否参与受让、原股东是否放弃优先购买权等。而北京股权交易中心在征集受让方的过程中，第一次信息披露只面向在交易中心注册的合格投资者，第二次信息披露只面向意向受让方，且第一次信息披露包含的均为基本的交易信息。

根据上述，北京股权交易中心征集受让方的过程保持了非公开的性质，但对受让方仍有比选的过程。

四、评述

目前法律规定和实践中对于国有企业持有的合伙企业型私募基金份额的进场转让存在争议，北京股权交易中心的交易模式是一种探索性实践，其转让规则符合私募基金份额转让的要求，是一种非公开的（这点与公开进场的要求不完全匹配）、但同时存在受让方比选程序的方式。据了解，目前北京股权交易中心已完成了3笔基金份额转让交易，其中1笔属于国有企业持有基金份额交易。《指导意见》明确将北京股权交易中心作为国资基金份额转让的试点场所，兼顾进场交易和非公开募集的要求，并能通过市场定价的方式减少国有资产流失的风险，因此是国资基金份额退出路径的有效尝试。

我们也期待北京股权交易中心的探索性实践能够在全国市场推广，并得到中央和地方国资监管部门的认可。

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