

GP 主导型 S 交易专题（二） — 他山之石，高度定制化解决方案

作者：杨李 | 陈曦 | 陈章全

境外私募 S 市场自伊始的 LP 主导型 S 交易风声渐起已发展至现如今的 GP 主导型 S 交易撑起半壁江山。与境外私募 S 市场发展已进入崭新阶段不同，我国私募 S 市场仍处于早期发展阶段，目前在中国私募 S 市场中 LP 主导型 S 交易仍占据绝对主流地位，GP 主导型 S 交易“小荷才露尖尖角”。但正如我们在前篇中所指出，GP 主导型 S 交易为 GP 提供了进行出资构成和投资组合主动管理的新思路，未来在私募二级市场中的位置只会变得更重要。

所谓“他山之石，可以攻玉”。虽然境外和中国私募 S 市场处于不同发展阶段且中国私募 S 市场发展注定将因中国特色社会主义经济底色而有其特色，境外私募 S 市场中 GP 主导型 S 交易的发展经验仍可为中国私募 S 市场中的同类交易发展提供有益参考。有鉴于此，本文中我们着重介绍境外成熟 S 市场中 GP 主导型 S 交易的主要类型及最新实践，从基金律师角度探讨境外 GP 主导型 S 交易的共性问题 and 特殊考量。我们希望通过厘清各类 GP 主导型 S 交易的交易结构和适用场景，为境内 GP 主导型 S 交易实践提供一些启发。

一、GP 主导型 S 交易的主要类型

GP 主导型 S 交易概括指称所有由 GP 来主动发起的 S 交易，即私募基金募集完毕后投资者对私募基金既有投资者所持有私募基金份额及/或底层投资组合资产的买卖转让交易。

国际投行 Lazard 在其发布的《2022 年二级市场报告（Secondary Market Report 2022）》中，将 GP 主导型 S 交易划分为单一资产接续基金（Single-Asset Continuation Fund）、多项资产接续基金（Multi-Asset Continuation Fund）、要约收购（Tender Offer）、部分资产出售（Strip Sale）、优先股权（Preferred Equity）和其他（Other）几大类，分别统计了各类 GP 主导型 S 交易的交易规模。根据 Lazard 的统计，2022 年全球私募 S 市场中单一资产接续基金（Single-Asset Continuation Fund）的交易规模占比最高，达到 2022 年全球私募 S 市场总量的 40%。各类 GP 主导型 S 交易的交易量占比具体如下图所示：

Capital Deployment by Transaction Type and Invested Capital ⁽¹⁾ in 2022									
Secondary Transaction Type	Invested Capital Deployed ⁽¹⁾							2022 % of Total	2021 % of Total
	\$0-50M	\$51-100M	\$101-150M	\$151-200M	\$201-300M	\$301-400M	\$401M+		
Single-Asset Continuation Fund	9%	6%	5%	8%	4%	1%	7%	40%	52%
Multi-Asset Continuation Fund	4%	7%	7%	1%	6%	7%	1%	34%	31%
Tender Offer	1%	0%	1%	--	1%	1%	1%	5%	7%
Strip Sale	1%	1%	--	--	--	--	--	2%	2%
Preferred Equity	0%	1%	2%	2%	1%	4%	5%	15%	6%
Other	1%	1%	2%	--	1%	--	--	4%	3%

来源: Lazard: Secondary Market Report 2022

除了 Lazard 在其报告中所列明的几种交易类型外,近年来在 S 市场中常见的 GP 主导型流动性解决方案还包括诸如净值融资 (NAV Facility)、附属基金 (Annex Fund) 及交叉交易 (Cross Trade) 等多种交易类型。本文中我们将主要讨论以下几种交易类型:

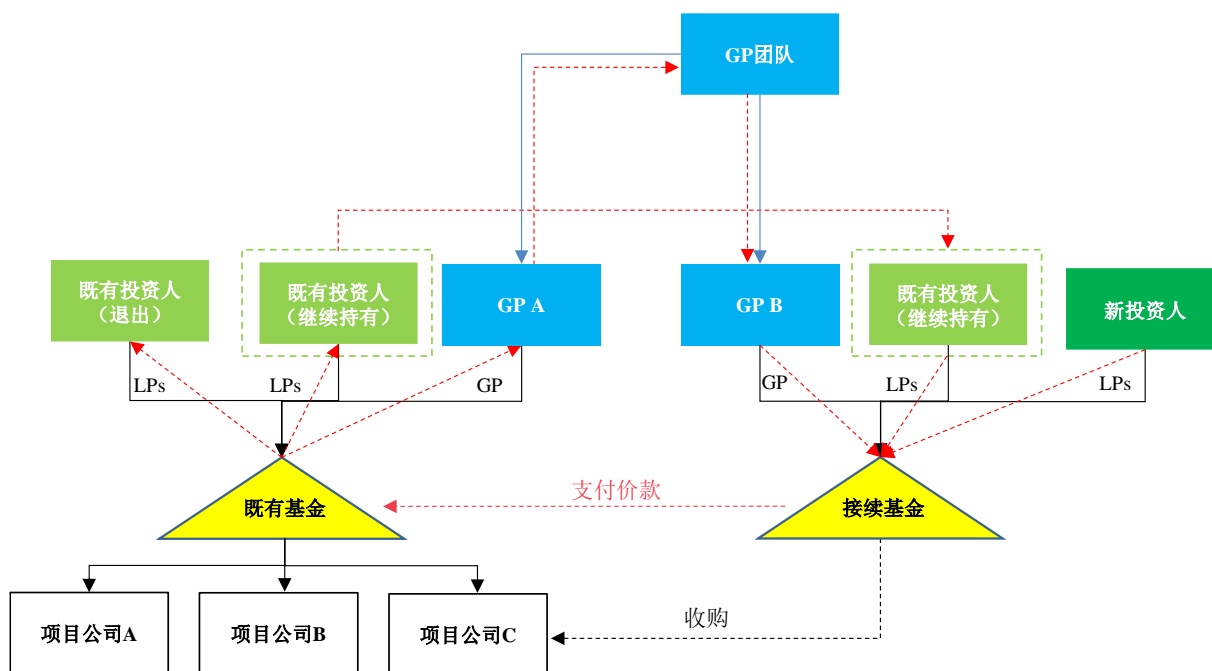
交易类型		核心安排
接续基金 (Continuation Fund)	单一资产交易 (Single-Asset Transaction)	转让/跟进投资/共同投资底层资产
	多项资产交易 (Multiple-Asset Transaction)	
	部分资产出售 (Strip Sale)	
要约收购 (Tender Offer)		基金份额要约收购
优先股权 (Preferred Equity)		设立优先股权 SPV 持有既有基金投资组合,重新设置基金收益分配顺位
附属基金 (Annex Fund)		设立附属基金对既有基金的部分或全部投资组合进行共同投资

二、各主要类型交易结构及特殊考量

(一) 接续基金 (Continuation Fund)

接续基金交易的基本交易结构为 GP (或关联 GP, 下同) 新设一支接续基金来收购既有基金 (通常临近期限届满) 的部分或全部底层资产。接续基金将向新投资人和既有投资人募集资金, 并以收到的募资资金向既有基金支付收购款项, 而既有基金获得收购款项之后将根据既有基金的基金文件约定进行分配。接续基金交易中, GP 通常将给予既有投资人一个选择: 其可选择在获得既有基金分配的收购款项后退出 (Cash-out), 或以其获得分配的收购款项继续认购接续基金份额 (Roll-over)。最终, GP 与新 LP 和选择继续持有的既有 LP 将共同持有接续基金, 承接或跟投既有基金的底层资产。

此交易类型的交易结构简要示意如下:



接续基金能够成为私募二级市场主流的 GP 主导型交易类型，一定程度是因为此种交易模式为实现 GP、新投资人和既有投资人三方共赢提供了可能：

- 新投资人有机会以较有竞争力的价格获得优质资产；
- 既有投资人有权获得流动性或选择继续入局；
- GP 有可能实现更多商业价值，包括但不限于：（1）延长基金的生命周期，以实现优质项目的退出收益最大化；（2）获得更多的募集资金，为追加投资底层资产提供资金支持；（3）在保持现有资产管理规模前提下，实现部分投资人的流动性需求。

基于交易所涉及的底层资产形态的差异，接续基金交易可进一步划分为单一资产交易、多项资产交易和部分资产出售等几种细分类型。具体而言：

1. 单一资产交易（Single-Asset Transaction）

单一资产交易是指既有基金项下单个投资组合转移至接续基金。在常见的成功单一资产交易中，GP 通常选取暂不具备传统渠道退出条件但具有良好回报预期的优质投资组合转移至接续基金，获得额外的资金支持并延长投资持有期。单一资产交易的主要优势在于交易流程较为简易，尽调难度相对较低，作为卖点的单一优质资产更容易吸引潜在买家。但单一资产交易存在潜在的集中度风险，需要新投资人预先履行交易可行性评估程序。

2. 多项资产交易（Multiple-Asset Transaction）

多项资产交易是指既有基金项下多个或者全部投资组合转移至接续基金。相较于单一资产交易，多项资产交易常见于既有基金期限即将届满但仍有投资组合尚未退出的情形。GP 将剩余投资组合移转至接续基金，如既有基金无剩余投资组合，在多项资产交易完成后可以进入清盘阶段。多项资产交易能够提升买方的资产多样化配置，在一定程度上提升其下行抵御能力。但多项资产交易复杂程度较高，主要集中在资产尽调及估值定价方面。

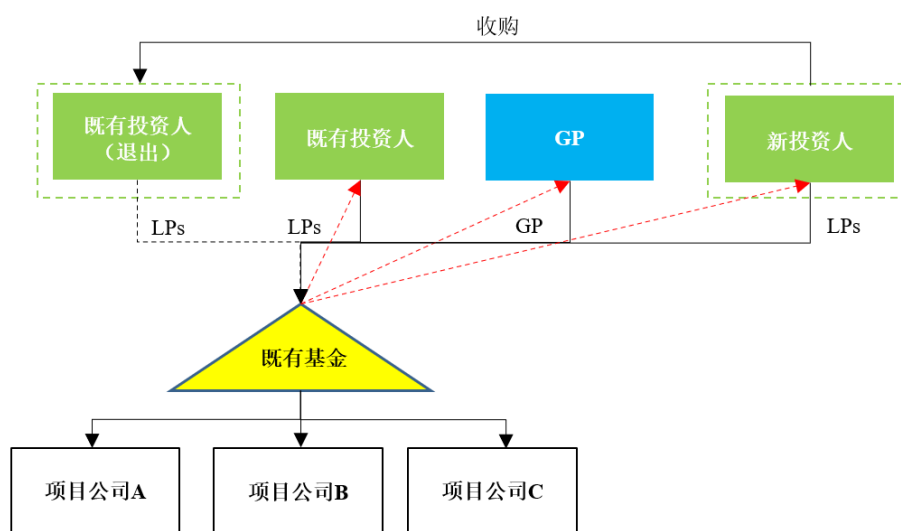
3. 部分资产出售 (Strip Sale)

部分资产出售是指既有基金将单个或多个投资组合部分或按照一定比例转移至接续基金。此类交易在为既有投资人提供部分资产流动性的同时，也使既有基金继续锁定了剩余部分投资组合的未来价值回报。鉴于既有基金将继续持有剩余资产，一般要求既有基金延长期限。部分资产出售也有利于降低投资集中度风险，并为剩余资产的后续出售提供估值参考。

(二) 要约收购 (Tender Offer)

相较于接续基金交易，要约收购交易在交易流程和架构上更加简易。GP 在锁定新投资人和收购协议条款后，向全体既有投资人发出基金份额收购要约，由既有投资人根据其交易条件和自身情况自行决定是否向新投资人出售基金份额。

此交易类型的交易结构简要示意如下：



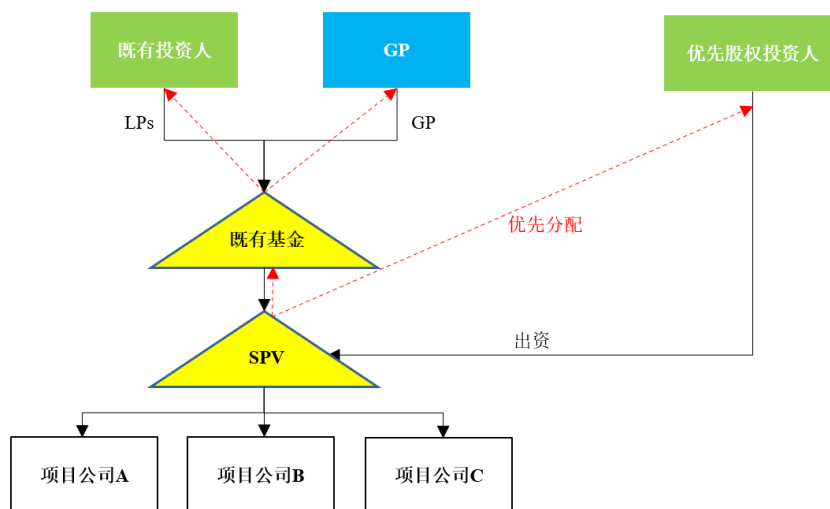
要约收购与 LP 主导型 S 交易在交易结构上存在一定相似性，但主要区别在于：

- GP 发挥信息优势主导和推进份额转让流程，通常能与买方达成更优惠的交易条件，在更大程度和范围上实现 LP 份额的流动性；
- 鉴于要约收购一般不触发基金和资产重组，仅是投资人层面发生了变更，交易方亦无须对基金条款进行广泛的重新评估，但一般需要延长既有基金期限。

(三) 优先股权 (Preferred Equity)

此类型的 GP 主导型 S 交易方案下，GP 设立优先股权 SPV 持有既有基金投资组合，并向既有基金（投资人）发行 SPV 普通股，向优先股权投资人发行附优先分配权利的特殊类别股份获取外部资金并用于项目投资。

此交易类型的交易结构简要示意如下：



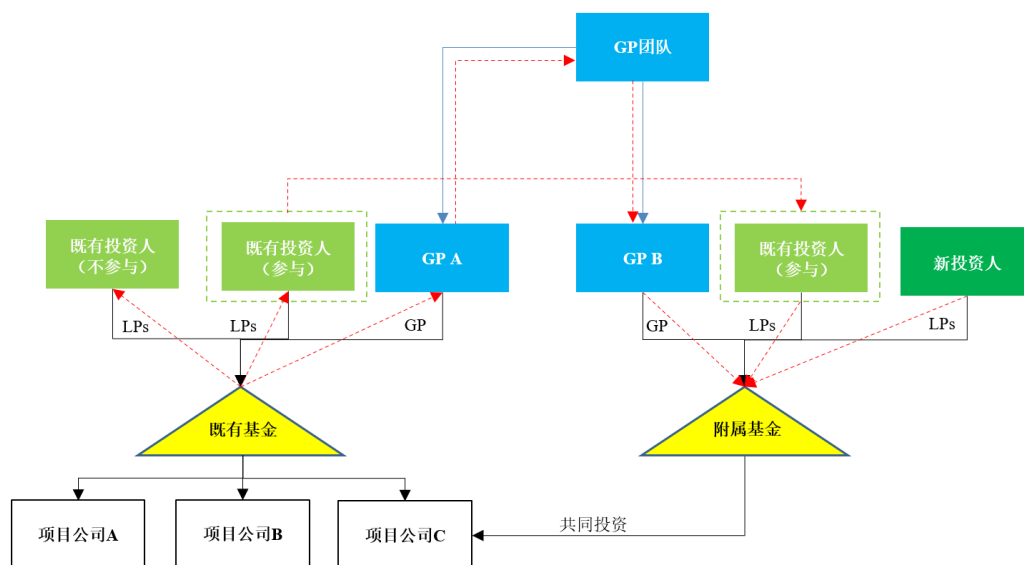
作为一种非稀释性（non-dilutive）基金融资方案，优先股权模式的特点体现在：

- 相较于一般债权融资模式，优先股权策略在还款安排上更加灵活，且无须在基金资产上设置权利负担。
- 区别于前述股权/基金份额融资模式，既有投资人无须对底层项目进一步额外出资，间接释放了可投资金的流动性。
- 对于 GP 而言，一般无须以 NAV 折扣价对外出售基金资产或向既有投资人扩募，而是通过让渡收益分配的顺位利益引入优先股权投资人的外部资金。但鉴于优先股权的发行将实质改变既有基金的收益分配条款，除非基金文件另有约定，通常需要取得全体既有投资人一致同意。

（四）附属基金（Annex Fund）

此类型的 GP 主导型 S 交易方案下，GP 在既有基金之外新设一支附属基金对既有基金的部分或全部投资组合进行共同投资，附属基金份额向既有投资人和新投资人开放认购。

此交易类型的交易结构简要示意如下：



与接续基金类似，附属基金的难点在于 GP 如何平衡对既有基金和附属基金负担的双重信托义务：

- 首先是底层资产定价上，GP 既需要为既有投资人实现底层资产的最高价值，同时也应当为附属基金投资人寻求最佳投资价格；
- 其次是如何在既有基金和附属基金之间公平分配共同投资机会和分摊费用。

（五）小结

以上我们简单介绍了境外私募 S 市场中常见的几种 GP 主导型 S 交易的典型交易安排。实际上，随着境外 S 交易的不断成熟，为应对不断变化的市场及监管挑战并持续解决市场主体的不同诉求，GP 主导型 S 交易呈现复合型、高度定制化和复杂化等特征。在具体项目中，从既有基金自身及投资组合的具体情况出发，综合考虑既有投资人和新投资人不同的利益诉求，寻求可使得参与交易各方利益均得到兼顾的交易方案为交易可否成功推进之关键。

三、GP 主导型 S 交易的共性问题 — 利益冲突

（一）利益冲突的具体体现

不论是采用何种具体交易类型，所有 GP 主导型 S 交易均面临一个共性问题，即利益冲突的问题。这主要系由 GP 在 S 交易中的多层身份导致 — GP 以利益参与方的身份设计和推进 S 交易，同时又对作为交易双方的投资人负担信义义务。具体而言：

- **GP 的信息优势本身存在潜在的利益冲突。** 无论是对于新投资人还是既有投资人而言，GP 对于基金和资产状况、买方交易报价和卖方出售意愿等交易信息存在的天然优势，鉴于 GP 将作为直接利益方参与交易，可能违反信义义务导致其他交易方在市场上处于不利地位甚至陷于一定法律风险。
- **GP 存在直接利益动因。** 以接续基金举例，鉴于接续基金的设立将对既有投资人的原有经济利益产生直接影响，实践中投资人可能要求 GP 在穷尽考虑其他方式后方可新设接续基金。对于 GP 而言，接续基金的设立可以维持/扩大其资产管理规模，并提供长期投资收益预期和管理费激励，这一经

济驱动力可能促使 GP 以对其自身有利的条款完成接续基金交易，而非基于既有基金及投资人的立场进行考虑。

- **GP 在 S 交易中的双重身份可能导致其在底层资产估值定价中的冲突立场。** GP 有义务为既有投资人争取更加有利的条款，实现底层资产的高位退出符合 GP 为既有投资人寻求利益最大化的信义义务（GP 本身也将从收购款项中获得更高的绩效收益）；但新投资人则要求 GP 以更低的收购成本获得底层资产。在缺乏透明、公允的定价机制的情况下，GP 的定价结果很有可能受到质疑。
- **在 S 交易中区别对待不同投资人。** 譬如部分新投资人出于争取谈判优势或与 GP 进行利益绑定的原因，采取捆绑式交易策略认购 GP 发起设立的其他基金。GP 在 S 交易中应当注意不应区别对待投资人，使得存在捆绑式交易安排的投资人相较于其他投资人在接续基金中取得不正当的优势地位。

（二）利益冲突的解决措施

无论交易结构如何设计，能否妥善解决利益冲突问题是所有 GP 主导型 S 交易能否得以推进实施的关键。参考机构有限合伙人协会（Institutional Limited Partners Association）于 2019 年 4 月发布《GP 主导的二级基金重组：LP 和 GP 的考量》中关于相关问题的最佳实践经验总结，解决利益冲突的关键在于提升交易决策的透明度和公允性，主要手段通常包括但不限于充分的信息披露、寻求交易顾问的第三方公允意见等。

1. 信息披露

境外实践尤其重视 LP 对接续基金交易的早期参与，要求 GP 持续、平等向 LP 端披露买方筛选、架构设计、基金条款、利益冲突等相关交易信息。就接续基金举例，为保证交易效率，GP 一般选择在有限合伙人咨询委员会（“LPAC”）¹正式审批前与关键 LP（或者全部 LP）举行定期会议就交易信息进行共享和说明，一般可能涉及如下信息的披露：

- 为确保既有投资人在充分的信息基础上决定出售或继续持有，GP 应当提供既有基金剩余投资的质量和前景、接续基金所需资金规模、投资组合预期变现时间以及引入新投资人进入接续基金的合理性，并详细说明 GP 与新投资人之间拟建立的经济条款及商业逻辑，并随时根据 LP 要求履行必要的沟通说明和协助义务。
- 在 LPAC 正式审议环节，GP 需要详细说明投标数量和报价、潜在投资人身份信息以及接续基金条款拟定安排，包括接续基金的管理费和绩效收益、交易费用分摊规则、接续基金条款相较于既有基金条款的主要变化、关键人士安排等，并重点阐述其中存在的利益冲突及解决方案。
- GP 应当在尊重商业机密和敏感信息的前提下，向潜在投资人披露既有基金剩余资产的财务信息。从境外实践来看，为便于潜在投资人及时了解交易标的状况，GP 可能采用诸如虚拟资料室、交易数据库（data room）等形式共享拟售资产信息。乐见的是，境内二级交易实践中，北京股权交易中心和上海股权托管交易中心提供的私募股权和创业投资份额转让服务作为证监会认可的二级交易信息披露渠道，及其正在实践的双层信息披露机制，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。

¹ 作为参考，在境外美元基金的运作实践中，设立由部分有限合伙人委派代表组成的咨询委员会来对基金投资运作过程中可能涉及的关联交易和利益冲突事项进行审议为惯常操作。

2. 交易顾问

在境外私募 S 市场中的 GP 主导型 S 交易实践中，GP 通常聘请多家外部机构分工负责推进 S 交易，尤其是选择具备类似交易经验的交易顾问，因其对交易节奏、架构和流程的良好把控更有助于接续基金交易的顺利完成。一般包括：

- **财务顾问：**协助 GP 主导交易流程，负责基金配售、买方筛选、估值定价、信息披露和投资者关系管理；
- **法律顾问：**负责设计交易架构，审阅既有基金和底层资产文件以确认 S 交易是否存在前置要求和重大实质障碍，并与监管层面保持沟通；
- **税务顾问：**协助优化交易架构，降低重组的税务成本；
- **行政管理人：**负责财务记账和接续基金日常运营。

交易顾问的聘用一般需要接受 LPAC 的审批，包括交易顾问身份（与 GP 存在的潜在利益冲突和过往交易）、服务范围和费用安排（费用水平、包含内容以及分摊规则）。LPAC 有权审阅交易顾问聘用协议，并关注顾问费用是否与交易价值挂钩；如否，当交易价值低于预期时，LP 将不成比例地承担顾问费用。如果 GP 无法在交易顾问的聘用和费用问题上与 LPAC 达成一致或存在重大的潜在利益冲突时，LPAC 也可以自行聘请独立的法律顾问或其他交易顾问，对于交易架构、流程、条款及估值特别是利益冲突问题发表独立意见。

四、结语

如前所述，随着境外 S 交易的不断成熟，为应对不断变化的市场及监管挑战并持续解决市场主体的不同诉求，GP 主导型 S 交易呈现复合型、高度定制化和复杂化等特征，各类型 S 交易之间的划分界限逐渐消融，S 交易实操前沿已出现各类交易架构的不同变型和排列组合。而无论交易结构如何设计，能否妥善解决利益冲突问题是所有 GP 主导型 S 交易能否得以推进实施的关键。虽然境外 S 市场中 GP 主导型 S 交易的最新实践为中国私募 S 市场中的 GP 主导型 S 交易提供了参考思路，但中国市场中的 GP 主导型 S 交易实践还面临因中国私募股权投资市场特殊性及其所处不同发展阶段及中国法规监管规则所带来的额外挑战。后续文章中我们将针对中国市场中的 GP 主导型 S 交易的实践概况及相关核心法律问题进行探讨。

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：

杨李

电话： +86 21 6080 0360

Email: li.yang@hankunlaw.com