

GP 主导型 S 交易专题（四） — GP 主导型 S 交易核心法律问题简析

作者：胡瑶 | 周卓 | 黄越儿

如本专题此前几篇文章所述，私募二级市场交易蓬勃发展的关键动力是 GP 主导的 S 交易逐渐得到市场认可并成为私募基金的重要流动性解决方案，而在 GP 主导型 S 交易之中接续基金是最主流的交易类型。据 Lazard 统计，2022 年度，GP 主导型 S 交易约占二级市场交易规模的 43%，其中，接续基金的交易规模约占 GP 主导型 S 交易总量的 74%¹。我们理解，接续基金交易规模占比高的一个重要原因为，通过接续基金延长对 GP 来说较为熟悉且具有成功经验的既有投资组合的持有期间，可以有效缓解后续募资压力并锁定投资组合的长期价值回报。

随着中国市场 GP 主导型 S 交易的日益普遍化，该类型的交易也给 GP 和 LP 带来了更多需要考虑的问题。鉴于此，我们希望梳理中国境内 GP 主导型 S 交易的核心法律问题，供业内人士参考。

一、境内 GP 主导型接续基金相关交易所面临的私募基金监管及上市监管

如本专题系列（二）所述，GP 主导的接续基金交易的交易结构通常为由 GP 或其关联方新设一支接续基金用于收购该 GP 或其关联方在管的既有基金的全部或部分底层资产²；但在实践中，GP 及其关联方所设立的接续基金还可能通过收购既有基金份额的方式间接持有底层资产。在前述两种 S 交易结构设计过程中，除本专题系列（三）中所提示的中国外汇监管、税务监管等问题外，还需要考虑相关上市监管和私募基金监管要求。

（一）接续基金收购既有基金底层资产所涉及的上市监管规则

首先，在设计交易方案时，各参与方应关注拟定交易方案是否符合相关上市规则的监管要求。特别是在接续基金拟收购的标的公司当前或近期存在上市计划的情况下，接续基金直接收购该标的公司的股权可能会受到监管规则的限制从而延缓标的公司的上市进程，例如：

1. **中国内地相关上市规则要求**：对于申报机构在 IPO 申报前 12 个月通过增资或股权转让产生的新股东，保荐机构、发行人律师应按照《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》《监管规则适用指引——发行类第 2 号》的相关要求进行核查；此外，相关指引要求发行人提交申请前

¹ Lazard Private Capital Advisory: Secondary Market Report 2022。

² 关于 GP 主导的接续基金交易方案的详细内容，可参见汉坤此前发布的同系列评述文章《GP 主导型 S 交易专题（三）——GP 主导型 S 交易的中国实践》。

12 个月内新增股东的，应当在招股说明书中充分披露新增股东的基本情况、入股原因、入股价格及定价依据，新股东与发行人其他股东、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，新股东与本次发行的中介机构及其负责人、高级管理人员、经办人员是否存在关联关系，新增股东是否存在股份代持情形；在锁定期方面，中国证券监督管理委员会（“**中国证监会**”）发布的指引要求，发行人提交申请前 12 个月内新增股东的，新增股东应当承诺所持股份自取得之日起 36 个月内不得转让³。

2. **香港相关上市规则要求**：对于拟在 H 股发行上市的标的公司，如果（a）申报机构在首次提交首份上市申请表（“**首次申报**”）之日前的 28 日内完成上市前投资交易，且该上市前投资人在首次申报时仍为股东，或（b）上市前投资交易完成在首次申报日或之后、上市之前，交易所通常会将申报机构证券的交易首日延迟至最后的上市前投资完成或取消投资（以较晚发生者为准）之日的 120 日后⁴。

因此，如果标的公司有上市计划的，需要考虑直接受让标的公司权益的交易方案是否会影响标的公司的上市进程或受到相关规则的限制。

（二）接续基金收购既有基金合伙份额所涉及的私募基金监管规则

除上市监管规则外，各参与方在制定交易方案时，还应当关注中国境内私募基金监管要求。实践中，从交易的便利性考虑或在标的公司存在上市计划或其他情形而无法直接受让既有基金底层资产的情况下，接续基金也可能采取受让既有基金合伙份额的方式间接持有标的公司的股权。若接续基金采用此种交易方案，需要关注以下私募基金监管规则：

1. **多层嵌套**：根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号），资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品，创业投资基金、政府出资产业投资基金另有规定的除外。因此，如交易架构中涉及的层级较多，应当关注接续基金上层是否存在资产管理产品投资人，以及既有基金是否投资其他资产管理产品，以避免违反多层嵌套的规定。
2. **投资单元**：中国证券投资基金业协会（“**基金业协会**”）发布的《私募投资基金备案须知（2019 版）》提出了禁止设立投资单元的要求，即管理人不得在私募投资基金内部设立由不同投资者参与并投向不同资产的投资单元/子份额。若接续基金仅希望间接受让既有基金持有的部分底层资产，则通常需要对既有基金的收益分配等条款进行特殊设置，即约定接续基金仅参与该部分底层资产投资收益的分配、仅承担该部分底层资产的投资成本和亏损等，但该等安排可能会被基金业协会认定为区分投资单元而存在违规风险。

二、境外投资人参与境内 GP 主导型 S 交易的核心外资监管问题

随着境内 GP 主导型 S 交易的发展，实践中，已经有越来越多的境外投资人参与到境内 GP 主导型 S 交易，该等交易项下通常会为境外投资人设立 QFLP 作为投资载体，对此 GP 和 LP 通常需要关注的核心外资监管问题包括：

³ 见中国证监会于 2021 年 2 月发布的《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》、于 2023 年 2 月 17 日发布的《监管规则适用指引——发行类第 4 号》。

⁴ 见 HKEX 发布的指引信（Guidance Letter）HKEX-GL43-12。

1. **QFLP 能否进行 FOF 投资**：截至目前 QFLP 试点仍停留在地方政策层面，各地对于 QFLP 基金的投资范围的规定不同，部分地区的试点政策明确规定 QFLP 基金可以投资于私募股权、创业投资基金，部分地区的试点政策要求 QFLP 基金原则上不能进行 FOF 投资。⁵如果交易方案为通过 QFLP 收购既有基金的合伙份额，或通过 QFLP 投资于境内接续基金，需要考虑 QFLP 设立地关于 FOF 投资的相关政策要求。
2. **QFLP 可能被视为外国投资者**：QFLP 在中国现行法律法规和实践中可能被视为外国投资者，其直接投资于既有基金或标的项目公司将可能导致被投资标的成为外商投资企业并需要履行复杂的外资变更手续。
3. **外资限制**：部分标的项目所处行业受到外资准入的限制，因此还需要关注标的项目是否存在《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》项下的相关限制。

三、国资投资人参与境内 GP 主导型 S 交易的核心国资监管问题

国资投资人作为人民币基金的重要参与方，其可能以接续基金的潜在投资人或既有基金的有限合伙人的身份参与到由 GP 主导的 S 交易中，而后者可能涉及有关国资监管程序，需要在设计重组方案时予以关注。

根据实践经验，国资投资人作为既有基金有限合伙人参与重组交易主要有两种模式，即国资投资人参与的既有基金转让其所持有的底层资产，或国资投资人转让其所持有的既有基金份额。在这两种模式中，需主要关注该等交易是否涉及根据《企业国有资产交易监督管理办法》（“32 号令”）的规定履行审批、内部决策、评估与进场交易等程序。

32 号令主要规范的是履行出资人职责的机构⁶、国有及国有控股企业、国有实际控制企业⁷包括转让其对企业各种形式出资所形成权益在内的企业国有资产交易行为。实践中对于合伙企业是否适用 32 号令一直存在争议。尽管国资委于 2021 年 12 月 31 日⁸和 2022 年 4 月 13 日⁹发布的解答中表示，32 号令仅适用于公司制企业，国有企业处置其持有的有限合伙企业中的份额、有限合伙企业转让其所持有的其他公司股权，均不在 32 号令的规范范围（类似的解答也见于 2018 年 12 月和 2019 年 5 月）；但实践中仍有不少地方国资监管部门要求国资投资人转让合伙企业份额或国资投资人参与的合伙型基金转让底层项目股权须履行审批、内部决策、进场交易等程序。因此，在国资投资人参与 S 交易时，需要在交易开始前与国资投资人及其上级国资监管部门确认所需履行的相关程序，以免后续交易进程受阻。

⁵ 关于 QFLP 投资范围的详细内容，可参见汉坤此前发布的评述文章 [《QFLP 投资范围全解析》](#)。

⁶ 《中华人民共和国企业国有资产法》第十一条：“国务院国有资产监督管理机构和地方人民政府按照国务院的规定设立的国有资产监督管理机构，根据本级人民政府的授权，代表本级人民政府对国家出资企业履行出资人职责。国务院和地方人民政府根据需要，可以授权其他部门、机构代表本级人民政府对国家出资企业履行出资人职责。代表本级人民政府履行出资人职责的机构、部门，以下统称履行出资人职责的机构。”

⁷ 《企业国有资产交易监督管理办法》第四条：“本办法所称国有及国有控股企业、国有实际控制企业包括：（一）政府部门、机构、事业单位出资设立的国有独资企业（公司），以及上述单位、企业直接或间接合计持股为 100% 的国有全资企业；（二）本条第（一）款所列单位、企业单独或共同出资，合计拥有产（股）权比例超过 50%，且其中之一为最大股东的企业；（三）本条第（一）、（二）款所列企业对外出资，拥有股权比例超过 50% 的各级子企业；（四）政府部门、机构、事业单位、单一国有及国有控股企业直接或间接持股比例未超过 50%，但为第一大股东，并且通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够对其实际支配的企业。”

⁸ 见国务院国有资产监督管理委员会网站链接：

http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/new_wdxd_wz_index.html?MZ=BXILI8ugkE6w0cQRzv1MYA%3D%3D。

⁹ 见国务院国有资产监督管理委员会网站链接：<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c24506916/content.html>。

四、GP 主导型 S 交易中的其他核心关注问题

（一）利益冲突和关联交易

在 GP 主导型 S 交易中，无论是 GP 控制的接续基金自既有基金处受让标的项目的权益或自既有基金的现有 LP 处受让合伙份额，在多数情况下都存在关联交易，也会存在一些其他的利益冲突问题，该等问题的核心关注点包括咨询委员会/合伙人会议的审批、设立后续基金的限制、关键人士的时间和精力要求等。此外，GP 对于既有基金和资产状况、买方交易报价和卖方出售意愿等交易信息存在着天然的信息优势，对于接续基金的设立也存在直接的利益驱动，因此，GP 在主导 S 交易时应当更加关注利益冲突和关联交易的处理方案，以尽量减小被质疑违反信义义务的风险。

（二）信息披露¹⁰

GP 主导型 S 交易涉及基金份额和底层资产的在新旧投资者之间的重新组合与配置，与 LP 主导型 S 交易的双边谈判不同，GP 通常需要同时代表既有基金与接续基金并在兼顾多方利益的基础上推动交易进程。若 GP 自身利益、既有基金投资人及接续基金投资人利益失衡，GP 及管理人可能将面临未尽职履行信义义务的质疑。实践普遍认为通过高效、充分的信息披露确保交易过程的透明度和谈判结果的公允性是缓解利益冲突、消解潜在利益冲突的有效途径。

（三）其他 LP 权益保护机制

鉴于在 GP 主导型 S 交易中，投资人通常是通过投资到 GP 设立的接续基金完成对标的项目的投资，而底层交易可能涉及 GP 控制的主体之间进行的关联交易。因此，实践中，部分买方 LP 出于对其权益的保护还会考虑以下问题：

1. **底层交易文件的签署方**：底层交易文件的签署方通常为直接的买卖双方，但部分买方 LP 出于对自身权益的保护以及合同的相对性特点，可能要求 GP 及买方 LP 同样作为底层交易文件的签署方，避免 GP 单方面修改底层交易文件，并使得 GP 承担相应的义务，也便于买方 LP 在底层交易出现纠纷时更好地对交易文件进行执行。
2. **接续基金层面 LP 权利的特殊安排**：部分买方 LP 出于对其自身权益的保护，可能要求在接续基金的基金文件中约定：（1）对接续基金的重大事宜享有一票否决权；（2）其有权作为接续基金的代表并有权代表接续基金行使其在底层交易文件项下的相关权利（通常在该 LP 为接续基金的唯一或基石 LP 的情况下适用）。
3. **DPI 要求**：鉴于接续基金交易的特殊性，部分买方 LP 可能要求对接续基金的现金回报倍数（Distribution to Paid-in Capital, “DPI”）设定特殊的目标，要求接续基金在特定时间内完成 DPI 指标，在无法完成时买方 LP 可采取相应的措施，例如要求收益分成打折等。

五、结语

中国私募 S 市场的发展尚处初期阶段，中国市场中占据主流地位的 S 交易类型仍为以 LP 基金份额转让为代表的 LP 主导型 S 交易，但是 GP 主导型 S 交易也在日渐被市场接受和实践。如上文所述，中国 GP 主导型 S 交易的各参与方，除需关注利益冲突、信息披露和 LP 保护机制等境内外 S 交易共通问题外，还应

¹⁰ 关于 GP 主导型 S 交易涉及的利益冲突和关联交易、信息披露的详细内容，可参见汉坤此前发布的同系列评述文章 [《GP 主导型二级市场交易专题（二）——它山之石，高度定制化解决方案》](#)。

重点关注 S 交易架构是否符合中国监管规则。随着参与到境内 GP 主导型 S 交易的投资人类型的多元化以及后续 S 交易结构的不断变型和组合，境内 GP 主导型 S 交易在发展过程中或将面临更多的监管及实践所带来的挑战，我们期待与业内人士进一步共同探讨和分享，并将对此予以持续关注。

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：

胡瑶

电话： +86 21 6080 0951

Email: ally.hu@hankunlaw.com