

GP 主导型 S 交易专题（三） — GP 主导型 S 交易的中国实践

作者：宋继聪 | 丁笑 | 刘映含 | 冉雨茹

一、中国私募股权二级市场概况

中国私募 S 市场虽与国外市场相比起步较晚，但近年随着大批基金退出期的届满和资管新规的出台，S 交易呈现加速发展趋势。据清科研究中心统计，2021 年国内共发生 1,840 起 S 交易，同比增长 69.7%，交易总规模约达 1,073.91 亿元人民币；在市场显著波动的情况下，2022 年上半年的 S 交易数量已达 2021 年全年的 1/3，交易总规模已达 2021 年全年的 2/3，单笔交易的平均规模亦有所提升¹，展现出中国 S 市场的强劲潜力。

中国私募 S 市场之所以呈现出上述快速增长趋势，源于以下多方面因素：（1）从基金端来看，我国私募股权投资基金存量逐年增加且大量基金进入退出期，而私募股权投资基金的退出渠道仍以 IPO 或并购为主，退出方式相对单一，导致基金的“退出积压”问题亟待通过更多元化的方式解决；（2）从资金端来看，受经济形势及政策的影响，GP 及 LP 对流动性的需求均不同程度增加，亦极大地推动了我国 S 市场的发展；（3）从宏观经济环境和政策环境来看，一方面随着疫情防控措施优化和社会管控的放宽，释放出产业复苏的信号，提振了市场对底层资产前景的信心，另一方面国家和地方层面也先后出台多项鼓励政策²，专业交易场所同步开启运作。在上述因素的综合影响下，S 交易所具有的灵活性及创新性等独特优势逐渐显现，为近年来我国 S 市场的发展提供了巨大潜力空间。

尽管如此，目前中国私募 S 市场的发展现状总体仍呈现出 S 交易分散、规模小、交易类型简单的特点。相较于同期境外市场，中国私募 S 市场在渗透率³、成熟度方面存在较大差距，同时 S 交易以偶发性的 LP 主导型 S 交易为主，GP 主导型 S 交易频次较低，且未形成相对标准化的规则。但随着近年 S 市场的发展及逐步成熟，GP 主导型 S 交易比例快速提升，多笔交易结构复杂、具有创造性的 GP 主导型 S 交易陆续落地，其中包括正心谷资本（Loyal Valley Capital）与新加坡主权财富基金 GIC 和知名 S 基金管理公司新程投资（NewQuest）完成的 S 交易（该笔交易为中国首例人民币转美元的接续交易）、IDG 资本与知名母基金管理

¹ 清科研究中心：《2022 年中国私募股权 S 交易研究报告》，2022 年 11 月。

² 北京、上海、广州、三亚等地先后出台相关政策，试点鼓励基金份额在股权交易中心进行协议转让或竞价交易。此外，苏州、青岛、淄博等地均有消息传出要探索设立私募股权二级市场转让平台试点，证监会也表示将研究扩大私募基金份额转让试点范围。

³ S 交易渗透率=S 交易规模/股权投资总规模。2020 年中国 S 市场的交易渗透率为 1.8%，而同期全球渗透率为 20%，与境外市场相比，中国的 S 交易渗透率仍处于较低水平。

机构 HarbourVest 和 LGT Capital Partners 完成的接续交易（该笔交易不仅是 2020 年度中国规模最大的 S 交易，亦是合格境外有限合伙人（QFLP）结构第一次运用于 GP 主导型 S 交易）、华盖资本与深创投完成的人民币接续交易（该笔交易中深创投不仅是接续基金最大的 LP，同时以 Co-GP 的身份共同管理接续基金）等。

二、中国特色的基金重组及接续

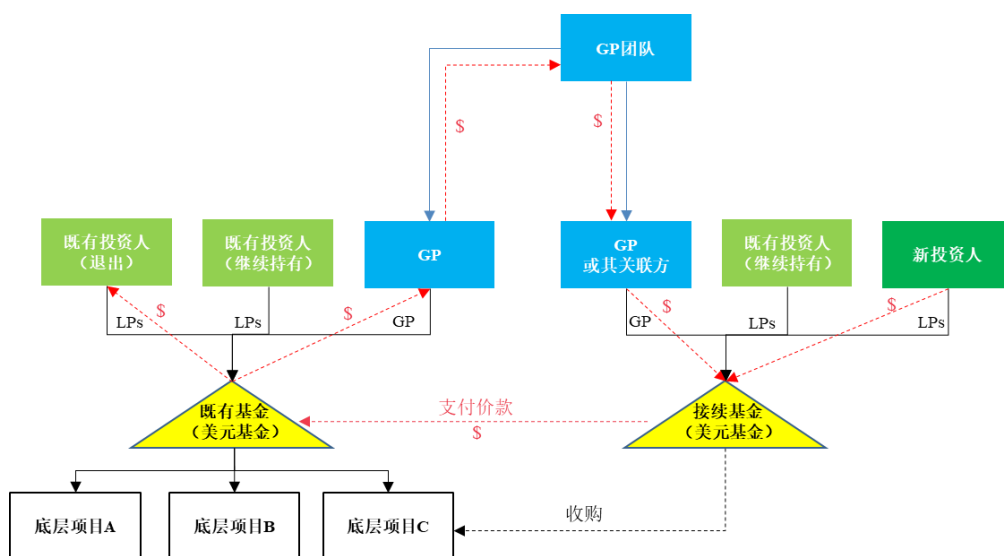
鉴于 GP 主导型 S 交易在中国 S 市场的巨大增长趋势，以及如本专题系列（二）所述，接续基金为 GP 主导型 S 交易中最主流的交易类型，本文拟结合中国交易市场的特点，对接续基金在中国落地涉及的主要交易类型、各交易类型的共性问题及其特殊考量展开探讨，以期在市场及各方诉求多元化且非标化的情况下，为接续基金各参与方在设计交易方案时提供一些参考。

（一）美元接续基金

1. 交易结构

美元接续基金的交易结构为由 GP 或其关联方设立美元基金作为接续基金，来接续同为美元基金的既有基金。由于该交易结构中既有基金和接续基金均为美元基金，交易过程中不涉及货币转换。对于既有基金的既有投资人而言，在接续交易中，既可以从既有基金中实现退出，也可以通过翻转（Roll Over）的形式在接续基金继续持权益，同时接续基金还可以吸纳新投资人。

美元基金接续交易结构示意图如下所示：



美元基金接续交易－交易结构示意图

2. 潜在法律问题及关注要点

（1）基金端：

- **后续募集限制：** 关注既有基金的合伙协议中是否存在对开展接续基金的限制或前提条件，包括但不限于是否需履行特定的审批程序、是否触发对 GP 发起与既有基金投资策略相似的接续基金的募集限制等。

- **关联交易及利益冲突：**由于既有基金与接续基金均由 GP 和/或其关联方管理，且 GP 和/或其关联方即作为卖家代表既有基金，又作为买家代表接续基金，其中涉及的关联交易和利益冲突问题需妥善处理，包括接续交易应作为关联交易事项根据既有基金的合伙协议经咨询委员会（LPAC）或合伙人会议同意，接续基金的交易细节需充分地向既有投资人及新投资人进行披露并严格按照合伙协议的约定进行审议。
- **时间表管理：**受到既有基金期限、估值等限制，接续交易通常需要在 5-7 个月或更短的时间内完成交割。在此期间内，需要完成既有基金的审批程序、对底层项目的尽调和转让、接续基金的设立和募资等，相比于传统基金的设立和募资周期，对时间表控制和衔接的要求更高。

(2) 资产端：

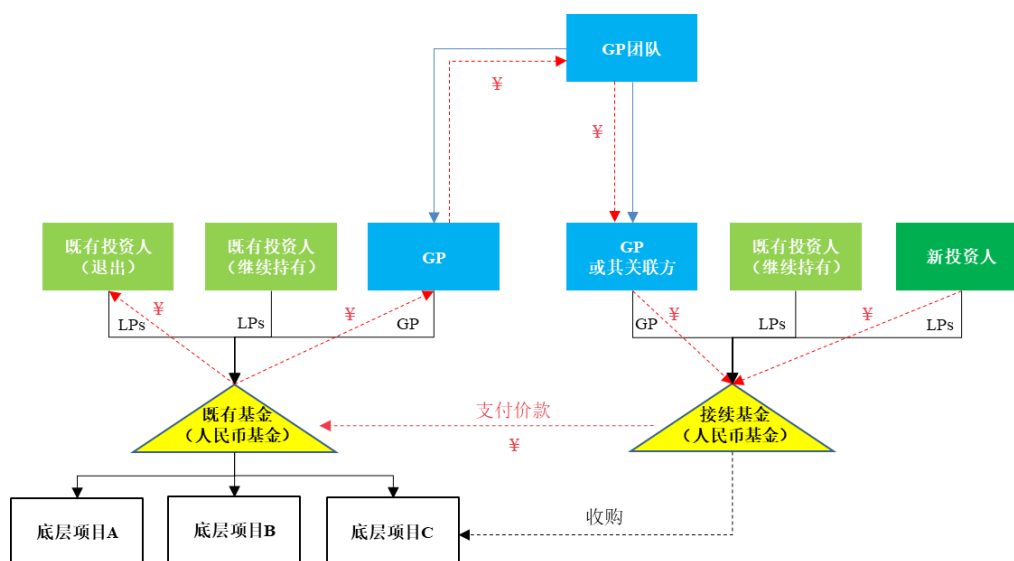
- **底层项目尽调：**与一般的基金募集设立相比，接续基金更强调对底层项目的尽调及交易的执行。由于涉及对多个底层项目的尽调，项目公司的配合度等会对工作量和时间表产生较大的影响，对 GP 和中介机构的沟通和协调能力要求高。
- **股权转让限制及关注点：**从底层项目转让的角度，通常需关注（i）底层项目交易文件中对既有基金股权转让的限制，包括是否受限于其他股东的同意权/优先购买权、向关联方的转让是否可以被豁免等；（ii）如 S 交易资产包中存在 Pre-IPO 项目的，则需要关注该等项目的转让是否存在上市规则层面的限制，如在上市过程中一定窗口期会限制转让交易、Pre-IPO 项目的股权转让可能构成突击入股而影响锁定期、Pre-IPO 交易受限于更严格的穿透核查和披露要求等；（iii）接续基金受让既有基金在底层项目股权时，对于标的股权优先权的类别和顺位等需要与公司和现有股东进行进一步磋商和讨论。
- **税务成本：**底层项目如有较大估值的提升或者在接续基金受让前存在较高定价的股权转让记录，则一般来说对于底层项目的转让会产生一定的税负成本。就该等税负成本，可能会影响接续基金和既有基金之间交易的可行性，需要审慎评估和考虑。

(二) 人民币接续基金

1. 交易结构

人民币接续基金的交易结构为由 GP 或其关联方设立人民币基金作为接续基金，来接续同为人民币基金的既有基金。

人民币基金接续交易结构示意图如下所示：



人民币基金接续交易-交易结构示意图

2. 潜在法律问题及关注要点

对于人民币基金接续交易，应主要关注以下方面：

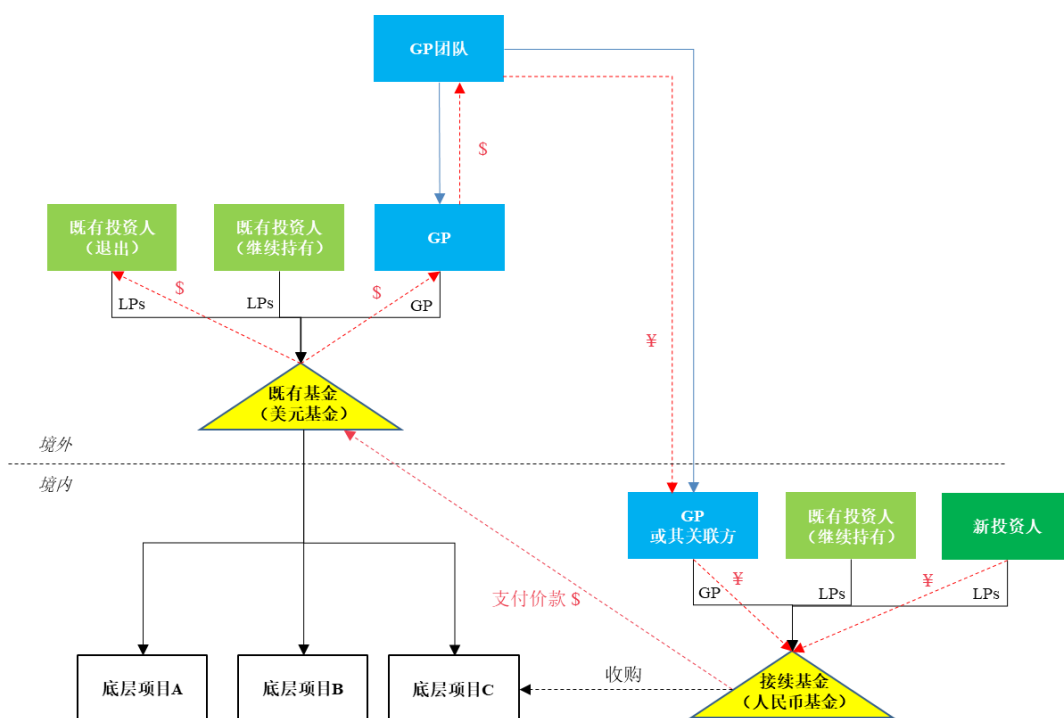
- **接续交易共性问题：**除币种不同外，人民币基金接续交易与美元基金接续交易的交易结构和安排类似，因此美元基金接续交易中的潜在法律问题及关注要点同样适用于人民币基金接续交易。
- **国资监管要求：**如既有投资人或新投资人中存在国有资本，需根据具体情况分析接续交易所涉及的国资监管程序，包括但不限于国资审批/备案、国有产权登记、资产评估、国有资产交易（是否涉及进场交易或可采用非公开协议转让）相关要求等，并在交易架构设计中充分考虑该等国资程序对接续交易的影响。

（三）跨境接续交易

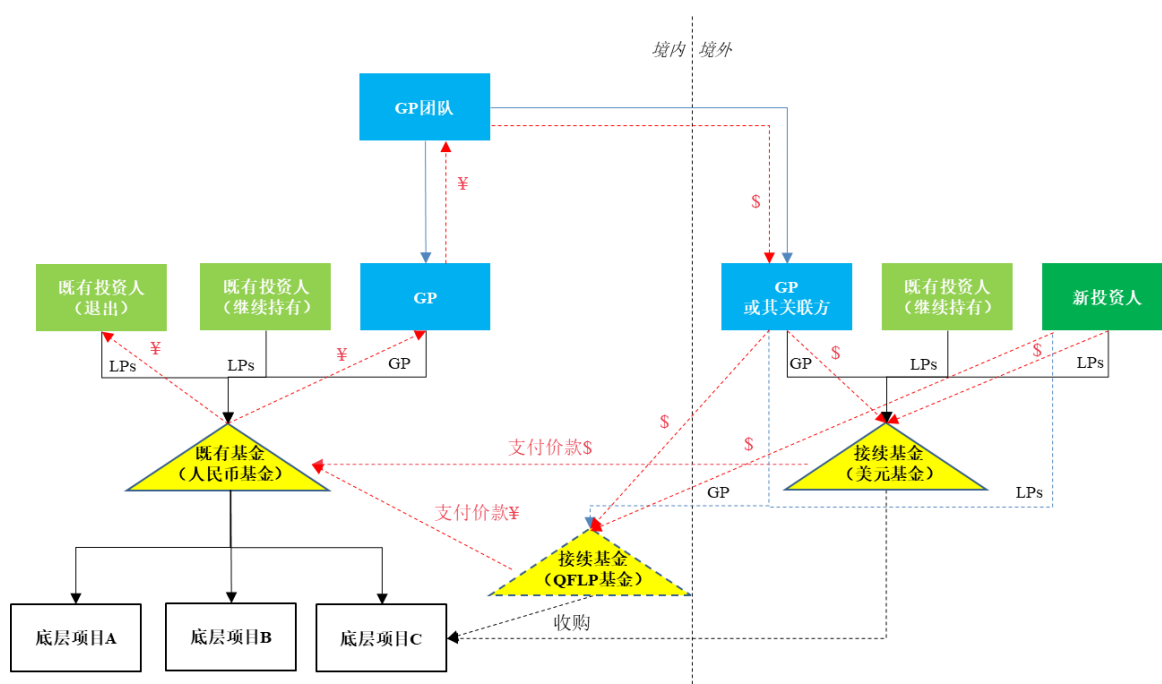
1. 境内架构项目的跨境接续交易

（1）交易结构

境内架构项目是指接续基金与既有基金交易的标的资产为中国境内主体股权的项目。境内架构项目的跨境接续交易分为美元基金转人民币基金的跨境接续交易和人民币基金转美元基金的跨境接续交易，结构示意图分别如下所示：



跨境接续：境内架构
美元基金转人民币基金接续交易—交易结构示意图



跨境接续：境内架构
人民币基金转美元基金接续交易—交易结构示意图

(2) 潜在法律问题及关注要点

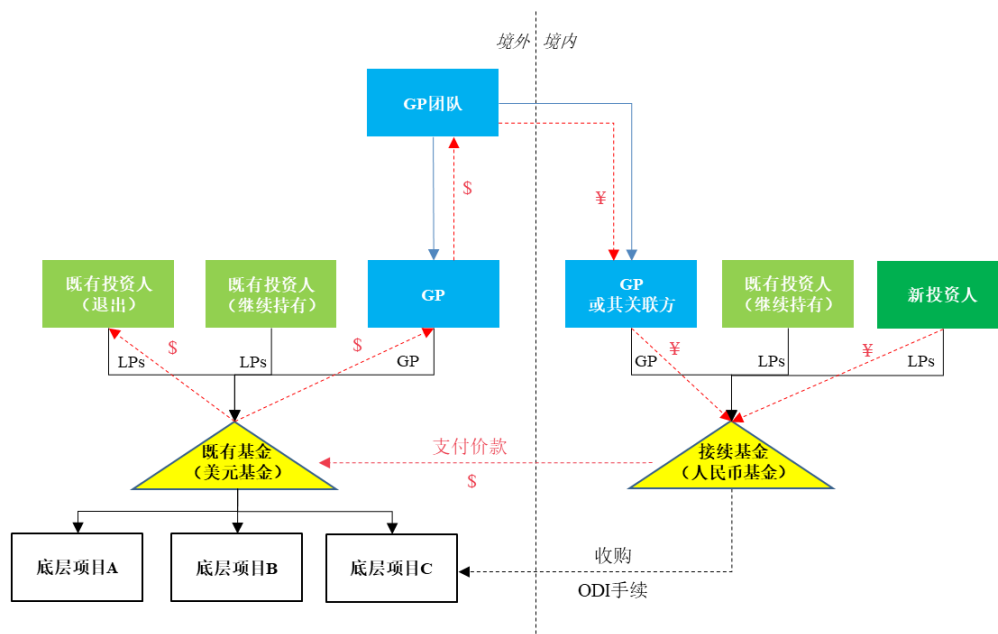
除接续基金的共性问题外，境内架构项目的跨境接续交易还有以下特殊考量点：

	美元基金转人民币基金	人民币基金转美元基金
外资限制	/	因接续交易可能会变更底层项目的内外资属性，如底层项目从事外商投资限制类或禁止类业务，则可能需要对底层项目涉及外资限制类或禁止类的业务进行剥离，或需要底层项目进行重组并搭建 VIE 架构，以使得接续交易得以完成。
政府程序及外汇监管	■ 作为外商投资企业，底层项目需完成工商变更登记、商委备案、外汇变更/注销登记等手续。 ■ 在底层项目上述政府程序完成后，人民币接续基金凭相关外汇业务登记凭证、税务备案等文件方可申请并完成向美元接续基金支付股权转让对价。	■ 底层项目接受美元接续基金的投资，涉及到外商直接投资的一系列政府程序，包括工商变更登记、商委备案、外汇变更登记及外汇资本金账户开立（如需）等。 ■ 为简化投资流程及投资币种转化程序，部分 GP 团队会设立 QFLP 接续基金以接纳美元投资人，或通过设立 QFLP 基金引入 GP 团队在境外设立的美元接续基金，从而通过 QFLP 基金直接将一定额度的美元结汇成人民币进行投资。
税务事项	人民币接续基金需向所在地主管税务机关办理对外支付税务备案，税务备案完成后，方可按照外汇管理的规定，到外汇指定银行办理付汇审核手续；同时人民币接续基金还负有所得税代扣代缴的义务。	人民币既有基金取得的股权转让款应依法进行企业所得税的缴纳。

2. 境外架构项目的跨境接续交易

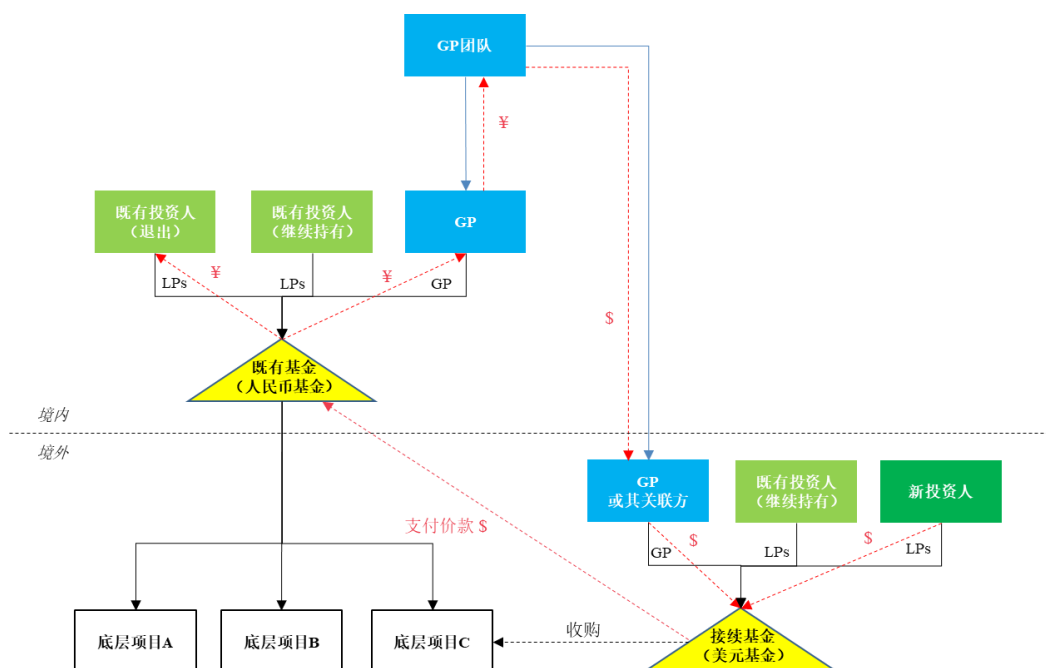
(1) 交易结构

境外架构项目是指接续基金与既有基金交易的标的资产为中国境外主体股权的项目。境外架构项目的跨境接续交易亦分为美元基金转人民币基金的跨境接续交易和人民币基金转美元基金的跨境接续交易，结构示意图分别如下所示：



* 省略底层项目的完整股权结构。

跨境接续：境外架构
美元基金转人民币基金接续交易-交易结构示意图



* 省略底层项目的完整股权结构。

跨境接续：境外架构
人民币基金转美元基金接续交易-交易结构示意图

(2) 潜在法律问题及关注要点

除接续基金的共性问题外，境外架构项目的跨境接续交易有以下方面需要关注：

	美元基金转人民币基金	人民币基金转美元基金
人民币基金跨境的政府程序和交易结构设计	- 人民币接续基金受让美元既有基金在境外的权益需办理企业境外投资相关手续（“ODI 手续”）。 - 实践中受 ODI 手续审批收紧的影响或时间表要求，人民币接续基金亦可考虑通过在境外融资主体先持有认股权证并享有相关股东权利、境内向美元基金关联方提供借款的方式过渡，待 ODI 手续完成后直接持有境外融资主体的权益。 - 在满足合格投资者条件、基金募集规模等要求的前提下，人民币接续基金还可以考虑通过取得 QDIE（合格境内投资实体）或 QDLP（合格境内有限合伙人）资格完成境外投资。	- 如人民币既有基金已办理 ODI 手续，则会涉及该等 ODI 手续的变更/注销登记，且需要在 ODI 手续（包括外汇手续）完成后方可接收对应交易价款。 - 如人民币既有基金尚未办理 ODI 手续，而是以过渡形式持有底层项目的权益（例如在境外融资主体持有认股权证、在境内公司持有名义股权），则需根据届时的交易架构整体考虑交易价款支付和境内股权退出等安排。
税务事项	- 美元既有基金应根据适用法律依法缴纳相关税款，人民币接续基金有代扣代缴义务。 - 人民币基金在 ODI 结构设计时，需要考虑后续退出的便利性和税负影响（如 ODI 时是否搭建中间层 SPV 等）。	- 人民币既有基金需依法缴纳企业所得税。 - 如项目主要资产在境内，美元接续基金未来退出时需要考虑间接转让中国境内资产的税负影响。

三、结语

中国私募 S 市场的发展尚处初期阶段，从长远角度出发，S 市场在未来的发展也将更加多元化。在这样的趋势下，如何构建成熟、稳定、透明、高效的市场体系，如何通过 S 交易（尤其是 GP 主导型 S 交易）实现各方利益的再平衡，如何建立符合中国市场规律、具有中国特色的交易结构，都是有待解决的课题。针对不同类型的 S 交易，在操作过程中应充分考虑其可能触发的不同法律监管与合规要点，深入理解基金运作模式，谨慎设计交易架构，从而推动并实现交易平稳高效达成。

注：为便于说明，本文中的各类交易示意图均已进行了简化和提炼，如就本文中所介绍的交易架构有任何疑问，敬请联系本文作者。

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：

宋继聪

电话： +86 21 6080 0913

Email: vincent.song@hankunlaw.com