

鲲鹏之变 S 基金系列研究 | (八) 基金份额交易法律风险与防范

作者：北京股权交易中心、北京植德律师事务所

2024 年 4 月

序言

近年来，作为国内市场新生力量的 S 基金交易取得了较快发展，从争议解决的视角检视并分析交易过程中可能涉及的法律风险具有重要意义。本期围绕 S 基金交易中最常见的基金份额转让方式，以有限合伙型私募股权基金为样本，重点梳理基金份额交易中频发的争议事项，以兹为市场各方进行 S 基金交易提供参考。

一、与基金份额转让程序要求相关的法律风险

《中华人民共和国合伙企业法》（简称“《合伙企业法》”）对有限合伙人（LP）对外转让财产份额的规定较为简单，直接的规定仅见于第 73 条：“有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额，但应当提前三十日通知其他合伙人。”

根据该条规定，需要分两个层面考虑 LP 对外转让财产份额的程序要求。首先看合伙协议（以下简称“LPA”）是否设有专门条款；其次，再看在 LPA 缺乏相应专门条款时，依法应当如何进行份额转让交易。

（一）LPA 设有专门条款

在一份完善的 LPA 中，通常有专门条款规定 LP 对外转让基金份额需要遵守的程序要求。比如，LPA 约定需要经过普通合伙人（GP）的同意或批准，或者需要全体合伙人一致同意或者需其他有权决策机构同意后方可进行转让等；同时，为了提高交易的灵活性，GP 提前在 LPA 中约定其对其他 LP 向其非关联方转让的份额具有第一顺位的优先购买权，仅当 GP 放弃时，其他 LP 才享有优先购买权。

当 LPA 中存在类似约定时，受让方在受让基金份额时应当注意遵守该约定，履行经 GP 批准，或者全体合伙人/其他有权决策机构同意的程序，并获得相关主

体放弃优先购买权的有效法律文件。

（二）LPA 未设专门条款

实践中，LPA 未对 LP 对外转让财产份额的程序要求设置专门条款的情况也较为常见。在此情况下，应当履行什么程序，是否仅通知其他合伙人即可，以及其他合伙人是否享有优先购买权，仍是存有争议的问题。围绕《合伙企业法》第 73 条，一种理解是，《合伙企业法》第 73 条是对 LP 对外转让财产份额的完整规定，在 LPA 未就其转让设置更多限制的情况下，根据意思自治原则，仅履行通知义务即可转让；另一种理解是，第 73 条仅约定了通知义务，对于其他合伙人是否享有优先购买权并未作出约定，应当适用第 60 条转致条款“有限合伙企业及其合伙人适用本章规定；本章未作规定的，适用本法第二章第一节至第五节关于普通合伙企业及其合伙人的规定。”，进而根据第 23 条规定“合伙人向合伙人以外的人转让其在合伙企业中的财产份额的，在同等条件下，其他合伙人有优先购买权；但是，合伙协议另有约定的除外。”，得出其他合伙人享有优先购买权的结论。

目前，无论在理论界还是在实务领域，上述争议均尚无定论。因此，稳妥起见，建议转让方转让基金份额时，在根据《合伙企业法》第 73 条规定履行通知义务基础上，明确获得 GP 以及其他 LP 放弃优先购买权的法律文件。

（三）违反程序要求的法律后果

司法实践中，对于未严格履行 LPA 约定的对外转让程序的情况，比如未经其他合伙人一致同意，法院通常认为转让协议有效，但无法实际履行或未达到履行条件。较为典型的有（2020）京 03 民终 14328 号、（2020）沪 02 民终 9029 号、（2019）苏 0505 民初 4825 号等案例。

对于基金份额转让交易来说，上述裁判路径的最终结果是无法实现份额转让。因此，为确保交易的顺利进行，避免法律风险，应当严格按照 LPA 的约定履行程序事项。

二、与基金份额未完成实缴相关的法律风险

《合伙企业法》允许合伙人认缴出资并灵活设置出资期限，但是《合伙企业

法》对于合伙人享有的期限利益、转让时权利义务变动和承担情况均规定不详，司法实践中也常有不同观点。而私募股权基金又经常在 LPA 中作出 LP 分期缴付出资的安排。因此，对于基金份额交易来说，清楚了解拟受让基金份额所对应的认缴、实缴情况，了解未完成实缴可能带来的争议和风险，并在交易决策和实施过程中注意防范，殊有必要。

（一）受让未届出资期限的份额，LP 是否享有期限利益

S 交易中，受让方在受让尚未届至出资期限的基金份额时，还需警惕合伙企业债权人可能要求 LP 承担责任的风险。从现有司法实践情况看，围绕 LP 的期限利益，存在三种不同观点，第一种观点认为，LP 实质上不享有期限利益，当有限合伙企业存在到期不能清偿的债务时，债权人可以主张 LP 在其未实缴的范围内承担责任；第二种观点认为，LP 享有期限利益，且并无加速到期的规定，因与公司是两种不同的企业组织形态，亦不能参照适用有限责任公司股东出资加速到期的规定；第三种观点认为，LP 享有期限利益，但应参照适用股东出资加速到期的规定。该观点的理由是，虽然并无直接关于有限合伙人出资加速到期的规定，但鉴于有限合伙人与公司股东作为组织成员，在以认缴出资为限承担法律责任和承担责任的补充性上具有相似性，故应参照适用股东出资加速到期的规定。

体现第一种观点的案件有（2018）浙 01 民初 2243 号案，浙江省杭州市中级人民法院在该案中并未论证 LP 的出资期限应加速到期，而是径行认定各 LP 根据其认缴的出资额（尚未届至约定的出资期限）对合伙企业债务承担责任。

体现第二种观点的案件有（2020）鲁 02 民终 7216 号案，山东省青岛市中级人民法院在该案中认为，有限合伙人承担的为有限责任，在其认缴的注册资本实际到期之前，判决其承担出资义务及连带责任缺少法律依据。

体现第三种观点的案件有（2020）湘 04 民终 1478 号案，湖南省衡阳市中级人民法院在该案中认为，依据《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 6 条规定“【股东出资应否加速到期】在注册资本认缴制下，股东依法享有期限利益。债权人以公司不能清偿到期债务为由，请求未届出资期限的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任的，人民法院不予支持。但是，下列情形

除外：（1）公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的；（2）在公司债务产生后，公司股东（大）会决议或以其他方式延长股东出资期限的。”，上诉人不能举证证明执行过程中已经穷尽执行措施且案涉企业无财产可供执行，无法提交案涉企业（债务人）的资产负债表、审计报告或者资产评估报告等材料以证明案涉企业资产不足以偿付全部负债，且案涉企业提交的偿付债务回单证明其目前仍具备清偿能力，故上诉人主张案涉企业具备破产原因的证据不足，并进一步认定上诉人不能提交证据证明案涉企业的有限合伙人符合适用股东出资义务提前加速到期的情形。另有

（2021）京 03 民初 981 号案和（2022）京 02 民初 79 号案，法院均认为合伙企业经法院强制执行无法清偿债务，LP 有认缴而未实缴的出资，属于未足额缴纳出资的合伙人，符合加速到期情形，需在其未实缴出资范围内对合伙企业的债务承担补充赔偿责任。

目前的司法实践中，涉及第三种观点的实操案例相对更多。因此对于受让方而言，在受让尚未届至出资期限的未实缴基金份额时，除了商业上做好根据约定期限出资的考量之外，对于可能发生的合伙企业债权人主张 LP 承担责任的风险也应有所考虑，并应对此做好风险防范预案。

（二）完成未届出资期限的份额转让后，转让方是否仍然承担责任

LP 在未届实缴出资期限的情况下转让基金份额，受让方需要承继其出资责任自无疑问。但在 LPA 未有明确约定时，转让方是否仍需要就该等实缴出资义务与受让方共同承担连带责任，法律未做明文规定，实践中也存在不同观点。

第一种观点认为转让方仍应承担责任，比如（2021）鲁 01 民终 1650 号案。第二种观点认为转让方不应继续承担责任，如（2020）苏 0506 民初 287 号案，法院认为，原告转让财产份额后，原告不再是有限合伙人，要求原告继续承担出资义务无法律上的依据，原告转让其财产份额不同于退伙，不应依照 LPA 关于退伙的约定，要求原告承担连带清偿责任。

鉴于上述司法状况，受让方在受让未届出资期限的基金份额时，应避免想当然地认为对转让方 LP 可参照适用《中华人民共和国公司法》（2023修订）第 88 条第 1 款规定“股东转让已认缴出资但未届出资期限的股权的，由受让人承担

缴纳该出资的义务；受让人未按期足额缴纳出资的，转让人对受让人未按期缴纳的出资承担补充责任。”，而应当准确了解自身可能面临的责任状况，进而做出稳妥的商业安排，并在磋商交易文件时作出适当考虑。

（三）逾期实缴的责任

实践中还可能存在转让方出资期限届满但并未如期实缴，即逾期实缴的情况。此时，需要结合 LPA 的约定判断其逾期实缴行为可能面临的责任。

在 LPA 中，围绕 LP 逾期实缴出资，通常在承担违约金和损害赔偿责任、收益分配限制、转由其他合伙人认购其逾期实缴份额、丧失有关职位或权利（如委派顾问委员会委员）等方面做出约定。

基金份额交易中，如果出于商业考量，有意向受让已经逾期实缴的份额，需要仔细研究 LPA 中的相关条款，并对基金募集和投资的过程事实进行梳理，与 GP 和其他合伙人对相关责任的免除做出妥善的约定和安排。

三、与底层项目的尽调、信息披露和约定相关的法律风险

基金份额的商业价值与该基金所投资的底层项目情况紧密相关。实践中，收购基金份额的动因往往是看好基金所投的某一个或几个底层项目。但在交易过程中，囿于 LP 的知情权范围限制，受让方常常难以通过转让方所提供信息深入了解底层项目情况。因此，对于基金份额交易来说，受让方应采取争取 GP 配合、对底层项目开展有效尽调、在转让协议中约定交易目的和条件并获得转让方的承诺与保证等措施，以尽可能实现商业目的，避免法律纠纷。

（一）LP 知情权状况

我国法律和监管规则明文规定 LP 有权查阅有限合伙企业的财务会计账簿等财务资料，但是无明确法律依据规定 LP 是否有权查阅了解合伙企业所投底层项目的尽职调查材料、增资协议、投资协议、基金参与被投资项目公司管理的股东会决议、董事会决议等文件。根据《合伙企业法》第 60 条转致条款进而考察《合伙企业法》第 28 条第 2 款的规定“合伙人为了了解合伙企业的经营状况和财务状况，有权查阅账簿。”，执行事务合伙人的信息披露义务范围即 LP 的知情权范围仅限于合伙企业的财务会计账簿等有关合伙企业的经营状况和财务状况的材

料。《私募投资基金监督管理暂行办法》第 24 条“私募基金管理人、私募基金托管人应当按照合同约定，如实向投资者披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息，不得隐瞒或者提供虚假信息。信息披露规则由基金业协会另行制定。”和《私募投资基金监督管理条例》第 11 条第 5 项“私募基金管理人应当履行下列职责：（五）按照基金合同约定向投资者提供与私募基金管理业务活动相关的信息；”对于基金管理人规定的信息披露义务，也仅是对基金现有/已有 LP 负有提供基金本身以及基金管理业务活动相关信息的义务。

另一方面，LPA 所约定的信息披露范围一般也仅限于基金层面的投资活动，而未延伸至底层项目的具体资料。在商业实践中，LPA 一般是由 GP 主导起草、修订和签署，因此，对于 LP 对外转让基金份额的情况，LPA 中多是关于受让方对象范围的限制等方面的约定，而少有约定 GP 对于 LP 转让的配合义务；即使约定有 GP 配合义务，也多限定在 LP 转给其关联方时，或者 LP 因政策原因转让退出时的工商变更配合义务。

因此，基金份额交易中，目标基金的执行事务合伙人/管理人本身往往并不负有配合受让方进行底层项目尽调、信息披露的法定或约定义务。受让方应在交易过程中积极寻求 GP 的配合。

（二）对底层项目情况信息披露的约定

司法实践中，对于基金份额交易后因底层项目情况不符合受让方预期而引发的争议，就转让方是否违反关于底层项目信息的披露义务问题，在转让协议条款内容和具体谈判细节上的差异可能导致法院作出完全相反的判断。

比如，在（2020）京民终 114 号案中，北京市高级人民法院认为，由于《转让合同》中未明确约定信息披露材料的具体范围，陈述保证条款、违约责任条款也未涉及底层被投企业的重组事项，转让方无披露底层被投企业近期财务状况和经营状况的约定或法定义务。但是，在（2019）苏 09 民终 1568 号案中，该案与前案交易背景相同，均是因同一底层被投企业重组失败导致的基金份额转让纠纷，江苏省盐城市中级人民法院则作出了完全相反的判断，该案中法院基于案涉《合伙份额转让协议》的交易款项用途（交易目的）条款、保证条款、交易双方的微

信聊天记录内容以及订立合同的背景，综合判断认为转让方并未尽到善意转让方所应尽到的重大交易事项通知、风险告知、信息披露等义务，应承担相应的违约责任，底层被投资企业重组上市项目最终失败，应当认定转让方违背合同订立最基本的诚信原则，构成违约，导致转让协议的合同目的无法实现，受让方依法享有合同解除权。

可以发现，具体交易洽谈细节的区别以及份额转让协议的行文和解释差异，将可能直接影响对于转让方是否负有充分披露底层项目信息义务以及是否对底层被投资企业情况承担保证责任的判断。从维护交易稳定和有效实现交易预期的角度考虑，在基金份额交易中，建议双方将交易目的、尽调关键问题、风险以及陈述保证责任、相应违约责任等内容准确、详实地反映在交易文件中，比如在鉴于条款介绍本次份额转让交易的背景和目的、在信息披露相关条款列明需提供的底层项目资料、在陈述保证条款结合尽调关键问题明确转让方的义务及违约责任等。

四、与基金份额的交割和工商变更登记相关的法律风险

基金份额交易中，交割时点和工商变更登记时点孰先孰后，亦或是分批次交割，是交易双方洽商和博弈的重要方面。《合伙企业法》第 13 条“合伙企业登记事项发生变更的，执行合伙事务的合伙人应当自作出变更决定或者发生变更事由之日起十五日内，向企业登记机关申请办理变更登记。”明确规定了申请办理工商变更登记的主体和时间期限，但对有限合伙人份额转让的交割时点并未予以明确。《合伙企业法》第 24 条规定“合伙人以外的人依法受让合伙人在合伙企业中的财产份额的，经修改合伙协议即成为合伙企业的合伙人，依照本法和修改后的合伙协议享有权利，履行义务”，但是，《合伙企业法》第 73 条规定的程序与之不同，且在适用时存在不同理解，因此，《合伙企业法》第 24 条规定也不宜直接套用到有限合伙企业份额转让的场景中。

一般而言，基金份额交易对于转让方和基金的内部审批程序、转让方陈述和保证、未发生重大不利影响等交割先决条件有详细的约定，但可能会忽略对于受让方取得基金份额及对应权利的具体交割时点的约定。

（一）就合伙企业内部效力而言，受让方取得份额的时点

司法实践中，由于交割时点和工商变更登记的分隔以及工商变更登记的滞后性，受让方何时取得合伙企业份额以及何时能够主张合伙人权利，在转让协议约定不明的情况下，常常引发争议。

上海金融法院在（2022）沪74民初728号案中认为，由《合伙企业法》第73条可见有限合伙份额转让行为的效力并不以修改LPA、签订入伙协议、工商变更登记等为必要前提条件，在基金管理人就转让行为履行了通知义务且受让方支付交易对价、被登记于合伙名册、实际享有份额分红收益后，就合伙企业内部而言，受让方已实际取得份额。湖北省武汉市中级人民法院在（2020）鄂01民终3135号案中则是从合伙企业的出资认缴书的记载、受让方的实际出资情况以及合伙企业本身的审计报告记载等方面判断受让人是否取得了份额。可以发现，受让方在合伙企业层面是否有被列为合伙人的记载或者实际享有合伙人权利，是判断其取得份额的关键。

在基金份额交易中，为了避免受让方在取得份额及其主张合伙人权利的时点方面的争议，建议在交易文件中明确约定受让方取得份额并可以主张合伙人权利的交割时点，比如约定自受让方付款之日起即取代转让方享有合伙人身份和权利。

（二）基金份额转让工商变更登记失败的问题

虽然《合伙企业法》规定了申请办理工商变更登记的主体和时间期限，并且，基金份额转让协议中也一般会明确约定转让方有配合办理工商变更登记的义务，但是，在工商变更登记的窗口实践中，各地要求不同，有些地区的市场监管局只有退伙、入伙登记的变更事项，而没有合伙份额转让的专项变更事项，以致工商变更登记的落实客观上还需要其他合伙人的配合。

（2021）京0101民初17816号案体现了存在其他合伙人不配合办理变更登记的情况，并且，通过法院判决要求其他合伙人配合办理变更登记有时也难以实现。北京市东城区人民法院在该判决中认为“发生变更登记事由时，执行合伙事务的合伙人如何获取合伙人的协同配合以及所需手续和材料，属于合伙人及合伙企业内部自治范畴。若因部分合伙人不配合办理变更登记导致具体损失的，其他合伙人或合伙企业有权主张赔偿”。

份额转让工商登记失败对于受让方的损失实际也难以估算。如（2021）京0105民初24028号案中，北京市朝阳区人民法院在判决书中提到资金占用损失的利率标准，转让方在签署转让协议后未能配合办理相应的份额转让手续，受让方主张依据受让价格推导后续收益水平并按照年利率12%的利率标准计算，但因《转让协议》中对此并无约定，人民法院认为该主张无事实及法律依据，不予支持，并对于资金占用损失的利率标准按照年利率6%的标准计算，对超出部分不予支持。

可见，在基金份额交易中，取得目标基金执行事务合伙人/GP以及其他合伙人的配合至关重要，建议在交易洽谈阶段即了解清楚目标基金执行事务合伙人/GP以及其他合伙人对于转让交易的态度。同时，鉴于份额转让工商登记障碍对受让方造成的损失往往难以估算，建议在交易文件中约定具体的违约金条款。

除此之外，为了保证交易双方权益，基金份额转让平台可通过支付结算功能保障资金安全，约定交易款项冻结于平台账户，待工商变更登记后方可解除冻结，督促交割和工商变更登记顺畅落实。

五、结语

本文结合相关法律规定和实务审判案例，从转让程序、认缴与实缴、尽职调查与信息披露、交割等角度阐述基金份额转让交易中的相关法律风险和应对措施。除了上述四个问题，基金份额转让还存在其他可能的法律争议点，比如受让方是否为合格投资者问题、交易方存在国资时的特别问题等，但在S基金交易场景下合格投资者问题较为少见，国资主体问题不具有一般性，因此本文皆未予涉及。

北股交编辑负责人：林智勤、张凌云

植德编委会：金有元、钟凯文、周峰

执行编辑负责人：刘雄平、廖奕霖

本期执行编辑：王海青、李文婧、刘小冬、蒋鑫诺

若您有意就本系列研究涉及的相关议题以及法律实务问题进一步交流或探讨，欢迎与北京股权交易中心编写负责人张凌云（zhanglingyun@bjotc.cn）或者植德律师事务所执行编辑负责人刘雄平律师（xiongping.liu@meritsandtree.com）联系。

鲲鹏之变 S 基金系列研究

北京股权交易中心与北京植德律师事务所联合推出 S 基金系列研究，引用“鲲之大”“鹏之背”寓意私募股权二级市场及 S 基金巨大的体量与潜能；“鲲鹏之变”，一则体现“鱼鸟嬗变”所带来的流动与互通，二则预示“化而为鸟”的腾飞与跃进。

鲲鹏之变 S 基金系列研究将围绕 S 基金市场发展与试点政策、常见交易模式与架构设计、法律尽调关注要点、交易文件关键条款、估值定价以及税务筹划等方面，进行系统性分析与解读。我们期盼与市场各参与方共同见证中国私募股权二级市场及 S 基金的“鲲鹏之变”。