

鲲鹏之变 S 基金系列研究 | (十二) 基金份额 S 交易中的若干潜在 争议浅析

作者：北京股权交易中心、北京植德律师事务所

2024 年 12 月

序言

截至 2024 年 10 月末，中国私募股权和创业投资基金行业整体达到 14.22 万亿元的存续规模，私募股权二级市场交易（简称“S 交易”）作为一种新兴的投资退出渠道正在迅速崛起。然而，由于相关法律法规和商业实践尚未成熟，S 交易仍存在较多法律风险，本文立足争议解决视角，以合伙型私募股权投资基金为研究对象，选取了三个角度探讨在基金份额转让这一类 S 交易中可能出现的纠纷问题，并对相关司法实践观点进行梳理和总结。

本文引用的部分案例所涉有限合伙企业非中国证券投资基金业协会备案私募基金，但是其关于有限合伙企业财产份额转让相关内容仍然能为基金份额转让 S 交易各方提供有益参考。

一、S 交易双方是否可以主张基金份额转让合同因未经其他份额持有人一致同意而无效？

（一）我国法律对于合伙型基金份额转让的规定

《中华人民共和国合伙企业法》中对于有限合伙企业的规定可以分为直接规定与间接规定两个层次。所谓直接规定是指《中华人民共和国合伙企业法》第三章对于有限合伙企业的特别规定，而间接规定是指以《中华人民共和国合伙企业法》第 60 条转致条款为基础，“有限合伙企业”章节未做规定的内容参照适用“普通合伙企业”章节第一节至第五节的规定。

《中华人民共和国合伙企业法》对有限合伙人（以下称“LP”）向合伙人以外的人转让财产份额的直接规定为第 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。”。《中华人民共和国合伙企业法》对此的间接规定为第

22 条“除合伙协议另有约定外，合伙人向合伙人以外的人转让其在合伙企业中的全部或者部分财产份额时，须经其他合伙人一致同意。”。

（二）如合伙协议未就基金份额转让事项做出明确约定，在未经其他合伙人一致同意的情况下，基金份额转让合同是否有效？

司法实践中，针对该问题主要有两种观点。第一种观点认为，LP 对外转让基金份额的，既须提前三十日通知其他合伙人，也须经其他合伙人一致同意，否则合同无效；第二种观点认为，LP 对外转让基金份额的，无须其他合伙人一致同意，仅须提前三十日通知其他合伙人即可，合同也自然有效。

采纳第一种观点的案例主要为：陕西省高级人民法院（2020）陕民终 810 号、湖北省武汉市中级人民法院（2017）鄂 01 民终 4557 号、浙江省绍兴市中级人民法院（2016）浙 06 民终 238 号。湖北省武汉市中级人民法院在（2017）鄂 01 民终 4557 号案中认为：“王兴学没有提交证据证明其转让上述财产份额经过了蓝色大禹其他合伙人的同意……违反了《中华人民共和国合伙企业法》第二十二条……的规定，故本院认定王兴学将蓝色大禹 1000 万元的财产份额转让给张光禄的协议部分无效。”。在人民法院的判决说理部分，适用了《中华人民共和国合伙企业法》第 22 条，认为 LP 对外转让财产份额须经其他合伙人一致同意。其内在逻辑为《中华人民共和国合伙企业法》第 73 条仅规定了通知义务，未明确是否应当经其他合伙人一致同意，而根据第 60 条的转致条款，未明确的内容应当适用第 22 条规定，即合伙人须经其他合伙人一致同意才能对外转让财产份额。

采纳第二种观点的案例主要为：最高人民法院（2020）最高法民终 861 号、河北省高级人民法院（2023）冀民申 8996 号、上海金融法院（2022）沪 74 民初 728 号等。最高人民法院在（2020）最高法民终 861 号判决书中说理认为：“根据《中华人民共和国合伙企业法》第七十三条的规定，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，考虑到嘉兴盛天合伙企业的合伙协议对相关事项没有禁止性约定，以及有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任，有限合伙人不执行合伙事务、不对外代表有限合伙企业……本院认为，深圳英大公司未经其他合伙人一致

同意转让其持有的嘉兴盛天合伙企业 LP 优先级份额，并不构成对效力性强制性规范的违反，《承诺函》并不因此而无效。”。

结合全国人大常委会法工委在《中华人民共和国合伙企业法释义》中观点“有限合伙企业中的有限合伙人不执行合伙事务……仅以其出资额为限对合伙企业债务承担责任……因此，本法对有限合伙人向合伙人以外的人转让其财产份额的限制，不像对普通合伙人那么严格。”，上述第二种观点不仅更符合 LP 以出资额为限对合伙企业债务承担责任的特性，也更符合立法目的，即在基金合伙协议无明确约定的情况下，LP 对外转让财产份额仅需提前三十日通知其他合伙人即可，不必经过其他合伙人一致同意；LP 对外转让基金份额未经其他合伙人一致同意的，相关转让合同也应当有效。

（三）合伙协议约定了转让份额须经其他合伙人同意，那么在未经其他合伙人一致同意的情况下，基金份额转让合同是否有效？

司法实践在此情况下的判例较少，观点也不尽相同。例如，最高人民法院在（2020）最高法民终 904 号判决书中认为：“《合伙协议》已经明确约定合伙人之间转让合伙财产份额需经全体合伙人一致同意的情况下，该《转让协议书》欲生效，尚需要满足全体合伙人一致同意的条件……在案涉《转让协议书》已经确定不生效的情况下，邢福荣诉请履行该《转让协议书》，缺乏事实基础和法律依据”。江苏省苏州市虎丘区人民法院在（2019）苏 0505 民初 4825 号判决书中认为：“签订的《中证鼎诚新成长 1 号基金转让退出协议》均系各方当事人的真实意思表示，且不违反法律、行政法规的强制性规定，是合法有效的……根据本案在案证据，原告无法证明其取得了其他合伙人的一致同意，故该份转让退出协议目前尚未达到履行条件”。

《中华人民共和国民法典》第 143 条规定“具备下列条件的民事法律行为有效：（一）行为人具有相应的民事行为能力；（二）意思表示真实；（三）不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗。”，LP 未取得其他合伙人同意并不属于导致合同无效的情形，合伙协议约定 LP 转让份额须经其他合伙人同意实质上是通过约定限制了 LP 对其所持份额的所有权处分权能，因此可考虑适用无权处分相关规定。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第 19 条规定“以转让或者设定财产权利为目的订立的合同，当事人或者真正权利人仅以让与人在订立合同时对标的物没有所有权或者处分权为由主张合同无效的，人民法院不予支持；因未取得真正权利人事后同意或者让与人事后未取得处分权导致合同不能履行，受让人主张解除合同并请求让与人承担违反合同的赔偿责任的，人民法院依法予以支持。前款规定的合同被认定有效，且让与人已经将财产交付或者移转登记至受让人，真正权利人请求认定财产权利未发生变动或者请求返还财产的，人民法院应予支持。但是，受让人依据民法典第三百一十一条等规定善意取得财产权利的除外。”

因此，即便合伙协议约定 LP 转让基金份额须经其他合伙人同意但实际未经其他合伙人同意，份额转让协议仍应有效。上述规定也明确了受让人在让与人无法履行合同义务时的单方解除权。同时，上述规定提到在财产已经交付或转移登记时“真正权利人”可请求返还财产，在 S 交易份额转让情境下，转让份额的 LP 本身就是“真正权利人”，其他合伙人可拒绝协助变更登记，普通合伙人（以下称“GP”）也可代表合伙企业向受让人发送文件明确拒绝将其纳入合伙名册等；但如果 GP 已经配合办理变更，则其他 LP 可能需要通过更加曲折的路径才能实现交易的“取消”，在此不展开论述。

二、S 交易完成后，基金份额转让方的债权人是否能以份额转让价格畸低为由请求法院撤销

因为 S 交易本身的特点即为以相较于账面价值更低的价格卖出基金份额，所以在交易完成后，基金份额转让方的债权人可能会主张交易价格畸低，影响自身债权实现，从而起诉要求撤销 S 交易。

《中华人民共和国民法典》第 539 条规定：“债务人以明显不合理的低价转让财产、以明显不合理的高价受让他人财产或者为他人的债务提供担保，影响债权人的债权实现，债务人的相对人知道或者应当知道该情形的，债权人可以请求人民法院撤销债务人的行为。”

根据上述规定，债权人以价格畸低为由撤销 S 交易需要满足三个要件：（1）基金份额转让方以明显不合理的低价转让基金份额；（2）S 交易影响了债权人

的债权实现；（3）基金份额受让人知道或者应当知道该情形。具体分析如下：

（一）如何认定交易价格系明显不合理的低价？

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第 42 条对于何为价格的“明显不合理”给出了一些认定依据和抓手，“对于民法典第五百三十九条规定的“明显不合理”的低价或者高价，人民法院应当按照交易当地一般经营者的判断，并参考交易时交易地的市场交易价或者物价部门指导价予以认定。转让价格未达到交易时交易地的市场交易价或者指导价百分之七十的，一般可以认定为“明显不合理的低价”；受让价格高于交易时交易地的市场交易价或者指导价百分之三十的，一般可以认定为“明显不合理的高价”。债务人与相对人存在亲属关系、关联关系的，不受前款规定的百分之七十、百分之三十的限制。”。但是，有限公司股权、基金份额等财产性权益不同于动产与不动产，并没有一个通行的市场交易价或指导价，那么该如何明确合理的处置价格呢？本文梳理合伙企业财产份额转让、股权转让纠纷的司法判例，大致总结出以下两条裁判规则。

1. 以标的企业的净资产价值作为认定公允价值的主要依据

以企业净资产价值为基础去评价交易价值是否公允是人民法院目前的主流做法，如最高人民法院在（2018）最高法民申 1212 号一案中认为“股权是一种无形的、抽象的、综合性的权利，股权价值的判断，按照一般的经济生活习惯，公司净资产价值是公司股权价格的最直接参考标准。”

净资产价值的主要依据为评估报告、审计报告及企业制作的财务会计报表、基金管理报告等。在（2018）最高法民申 1212 号一案中，最高人民法院认为“万泽集团一审提供的证据银信评估报告载明，2012 年 10 月 31 日天实公司的净资产评估值为 8.25 亿元。因此，天实公司的净资产评估值为 8.25 亿元可以作为案涉股权价值的参考标准，股权转让价格 4 亿元，没有达到交易时交易地的指导价 8.25 亿元的百分之七十即 5.775 亿元。”

持类似观点的还有江苏省高级人民法院（2019）苏民申 688 号、中华人民共和国最高人民法院（2019）最高法民终 888 号、福建省高级人民法院（2019）闽民申 5353 号、内蒙古自治区包头市中级人民法院（2024）内 02 民终 754 号、

黑龙江省齐齐哈尔市中级人民法院（2020）黑 02 民终 192 号、最高人民法院（2015）民申字第 2174 号、最高人民法院（2016）最高法民终 136 号等。

根据上述判例，若在进入司法程序前，未形成基金份额权益评估报告的，人民法院可能会参考基金净资产值。

计算基金份额价值时，应汇总其投资的底层项目股权价值，并依据合伙协议所约定分配方式扣除 GP 相关管理费用、分成，再乘以所持基金份额比例。以基金净资产值作为确定基金份额价值的依据，虽然从司法机关的角度可视为是一种“保底”参考，但基金净资产值是否已经充分、科学地体现了基金份额的价值仍有待商榷，除非一方在庭审过程中提出评估申请，否则人民法院一般不会穿透进行审查。而即便是对股权、份额等财产性权益价值进行评估，采用不同的评估方法可能会产生不同的评估结论。

因为基金份额估值定价的复杂性，加之债权人通常难以掌握底层被投资资产的详细信息，债权人实际上很难对 S 交易的价格公允性直接提出挑战。然而，不排除债权人会在相关诉讼中提出司法评估申请，或针对已有评估报告、审计报告向相关协会或行政主管部门发起举报。因此从基金份额转让方的角度而言，应当留存相应的文件底稿，在价格合理性上对交易形成支撑，降低被债权人行使撤销权的风险。

2. 以近期转让价格作为认定公允价值的参照因素

如其他 LP 在近期已进行了基金份额的转让，那么亦不排除人民法院参考其他 LP 的交易价格以判断本次交易价格的合理性。

在（2017）最高法民申 1807 号案中，最高人民法院认为：“松尼公司与黄乐投资中心于 2014 年 4 月 28 日签订《股权转让协议》，约定松尼公司以 3250 万元的价格将其持有的邮通公司 65% 股权转让给黄乐投资中心。而 2014 年 12 月 1 日黄乐投资中心通过与案外人上海洋泾工业公司签订《上海市产权交易合同（2011 版）》受让其所持邮通公司 5% 股权的转让价格为 500 万元。松尼公司所转邮通公司股权的单价仅是上海洋泾工业公司转让邮通公司股权单价的一半”，并结合受让人无理由回转大部分股权转让款这一情形认为，案涉交易系以明显不合理的低价做出。通过这种方式确认交易价格公允性的案例还有最高

人民法院（2014）民申字第 831 号、北京市高级人民法院（2021）京民终 13 号等。

S 交易价格的确定，还与交易各方诉求及诉求紧迫性、交易各方谈判能力、交易各方对企业经营前景的判断及前述采用不同价值评估方法等诸多因素相关；并且因为各项因素的实时变化，在同一时期内可以存在不同的交易价格，虽然彼此间可以参照，但是不能将任何一次交易价格认定为绝对公允的价值，这一观点也在最高人民法院（2015）民申字第 2174 号案中有所体现。

（二）如何认定影响债权人的债权实现？

最高人民法院主编的《中华人民共和国民法典合同编理解与适用》认为，应当以债务人在交易行为时财产状态即陷入“无资力”并延续至今，作为对债权人债权实现有影响的判断标准。在司法实践中，对于债务人“无资力”的认定有以下三种判断标准：

第一种标准为：虽然债权人对债务人的债权未进入执行阶段或正在执行中，但因债务人未举证证明其还有其他财产可供偿债的，可以认定债务人已陷入无资力状态，如河南省鹤壁市中级人民法院（2022）豫 06 民申 62 号、吉林省长春市中级人民法院（2021）吉 01 民终 5765 号案。

第二种标准为：债权人对债务人的债权已进入执行阶段，且被终本的，可以认定债务人已陷入无资力状态，如北京市第三中级人民法院（2022）京 03 民终 7630 号案。

第三种标准为：债权人诉债务人的案件虽未进入执行程序或正在执行中，但债务人已在另案中出现被执行终本情况的，且债务人不能举证证明其有其他财产偿还案涉债务的，可以认定债务人已陷入无资力状态，如山东省青岛市中级人民法院（2023）鲁 02 民终 585 号案。

还应当注意的是，债务人的无资力应当自交易行为作出延续至今，倘若有证据证明作出交易行为时，债务人资金充裕，即便债务人存在以明显不合理低价进行交易的行为，债权人也不能主张撤销，如浙江省温州市中级人民法院（2020）浙 03 民终 2768 号案。

(三) 如何认定基金份额受让人知道或者应当知道交易行为影响债权人债权实现?

《中华人民共和国民法典合同编理解与适用》认为“‘以明显不合理的低价’转让，对受让人而言，显然应当知道这是一个非正常的交易，亦应知道如果债务人不是为了逃避债务一般不会如此不顾自己利益而‘以明显不合理的低价’转让的，受让人明知这种交易会减少债务人的责任财产，仍与债务人进行交易，一般可推定受让人知道或应当知道该交易会影响债权人的债权实现，进而认定其主观具有恶意。”。在司法实践中，一旦交易价格被认定为畸低，就可以推定受让人对此知情或应当知情。

然而鉴于前述，基金份额公允价值的评判本身是一个难题，对基金份额价值的判断可能存在多种合理解释，因此相较于其他类型财产交易，论证基金份额交易的受让人知道或者应当知道交易行为影响债权人债务实现存在更大难度。

三、S 交易中受让人能否以出让人未履行变更程序为由，主张解除基金份额转让合同?

根据《中华人民共和国民法典》第 562 条、563 条的相关规定，合同的解除主要分为约定解除和法定解除两种情形。因此，如果合同将未在约定期限内完成变更登记作为解除事由的，受让人当然有权以此为依据解除基金份额转让合同。但是倘若在合同未约定的情况下，受让人能否以未履行变更程序为由主张解除合同?

首先应当明确的是，在 S 交易中，LP 对外进行份额转让的，既需要根据《中华人民共和国合伙企业法》第 13 条履行相应工商变更登记程序，也需要根据《私募投资基金登记备案办法》第 55 条履行基金份额持有人变更的基金登记程序。

现行司法实践的主流观点认为，未进行工商变更登记或基金登记，均不能作为受让人行使法定合同解除权的理由。

如上海金融法院在 (2023) 沪 74 民终 541 号案中认为：“私募股权投资基金份额的转让尚未以登记为生效要件……目前的法律法规及相关监管规则并未规定私募股权投资基金份额转让应当以登记为生效要件或者对抗要件。一审判

院据此认为，洪林受让的滚石 7 号基金系私募股权投资基金，其未被登记为投资者并不影响系争基金份额转让的效力，并无不当。因此，洪林关于其合同目的无法实现并要求解除合同的主张，不能成立。”类似的观点在上海金融法院（2020）沪 74 民终 1025 号案中也有体现。

同时，广东省珠海市中级人民法院在（2020）粤 04 民终 4029 号案中认为：“首先，《中华人民共和国合伙企业法》第二十四条规定：‘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。’。据此，办理变更登记并非取得合伙人身份、享有合伙人权利的前提条件。其次，现珠海某管理咨询合伙企业、王某、张某均认可符某在珠海某管理咨询合伙企业的实际合伙人地位，办理合伙人工商变更登记手续也不存在法律上或事实上的障碍。而是否召开合伙人会议等属于合伙事务执行的内容，新合伙人通过合伙财产份额转让取得合伙人地位后，其对合伙事务执行有意见，首先应根据合伙企业法的规定及合伙协议的约定行使权利，而非解除合伙财产份额转让协议。”

此外，在一些案例中，人民法院认为管理人内部对受让人的基金份额进行登记确认即可证明受让人已享有基金份额，甚至产生了对抗效力，如上海金融法院（2020）沪 74 民终 1025 号案。而在 2023 年上海金融法院十大典型案例的（2022）沪 74 民初 728 号案中，上海金融法院更是进一步认为“有限合伙份额转让行为的效力并不以修改合伙协议、签订入伙协议、工商变更登记等为必要前提条件。《转让协议》签订后，该有限合伙的普通管理人光某 2 就上述交易履行了通知义务，符合《合伙协议》的约定，且光大发展实际支付了交易对价，被登记于合伙名册，并迟于 2018 年 9 月 3 日（2018 年第二次分配）已经直接享有有限合伙份额的收益。虽然《转让协议》约定，光大发展需经工商登记后才取得权利，但光大发展与光大资本作为交易相对方在保全措施采取前已经实际交接了系争有限合伙权利，光大资本亦始终确认该有限合伙份额的权利已实际归属光大发展，故作为两者间意思自治的私行为，应认定双方以实际履行行为变更了合同的原约定。”。

综合上述案例不难看出，司法实践中主流观点认为，基金份额的交付并不

以工商变更登记、基金登记程序为要件，因此人民法院也并不会支持受让人仅以未进行登记为由主张解除基金份额转让合同。人民法院对于基金份额是否交付的判断倾向于关注受让人是否享有相关收益、是否被登记于合伙名册等实质性要件。

结语

本文以合伙型私募股权投资基金为研究对象，探讨了 S 交易在未经其他合伙人一致同意场景下基金份额转让合同的有效性问题、S 交易在争议解决场景下的价格公允性问题，以及未履行变更程序是否系解除份额转让协议的原因问题，并结合相关法律规定及司法实践进行分析回应，希望能够为 S 交易的各方提供参考。

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、刘雄平

执行编辑负责人：任珊珊

本期执行编辑：时云飞、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辑负责人张凌云（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”。