

## S 基金典型案例解析和交易文件要点

魏田 蔡宗秀

### 一、案例背景简介

2019年10月11日，江苏盐城市中级人民法院对“河北铭典投资有限公司、北京子沐创富投资中心等与刘必茂合伙企业财产份额转让纠纷”（（2019）苏09民终1568号）一案作出终审判决。

在该案涉及的交易中，河北铭典投资有限公司（以下简称“铭典投资”或“被告”）与自然人刘必茂（以下简称“刘必茂”或“原告”）均为北京子沐金柜投资中心（有限合伙）（以下简称“子沐金柜”或“基金”）的有限合伙人（LP），其中铭典投资为基金设立时即登记在册的有限合伙人，而刘必茂为基金设立以后，通过从铭典投资处受让了部分基金份额的方式从而成为基金的有限合伙人。而基金的最终投资标的为高锐视讯有限公司（以下简称“高锐视讯”）33%的股权，因高锐视讯拟通过重大资产重组的方式并入上市公司，同时，铭典投资控制人崔志国向刘必茂透露并承诺该底层项目投资的良好预期，刘必茂因信赖其提供的可靠性内部消息，而与铭典投资订立《合伙份额转让协议》并支付转让对价。特别是，在双方签署的《合伙份额转让协议》（以下简称“转让协议”）中约定，“甲方（铭典投资）保证乙方（刘必茂）受让的合伙份额最终投资于高锐视讯重组上市项目，并向乙方提供支付凭证”。但是，底层项目高锐视讯重组上市最终失败，刘必茂认为铭典投资构成对协议承诺事项的违反，经双方协商未果，刘必茂诉至法院请求解除转让协议，并要求返还投资本金及利息。

### 二、案涉交易的架构

本案中，诉争合伙份额转让的标的企业子沐金柜是一家私募股权投资基金，起初其基金管理人（GP）子沐（北京）基金管理有限公司（以下简称“子沐基金”）持有子沐金柜1%的财产份额，主要被告铭典投资持有子沐金柜99%的财产份额。原告与被告之间合伙份额转让完成后，铭典投资持有子沐金柜84%的财产份额，原告刘必茂持有子沐金柜15%的财产份额，子沐基金持有子沐金柜1%的财产份额。

从以上案涉的交易架构上来看，原告与被告之间的财产份额转让系基金的原始投资者把其持有的基金份额转给其他投资者，具有典型的S基金（Secondary Fund）交易特点。S基金

（Secondary Fund）在私募股权投资领域中，是专注于私募基金份额受让投资的基金类型，S基金与传统私募股权基金的不同之处在于，传统私募基金直接投资于底层资产，交易对象是具体实业企业；而S基金是从投资者手中收购基金份额，交易对象为其他投资者。但无论如何，S基金作为基金份额的买方，其关注的仍是原基金的投资的底层资产未来产生的预期回报/收益。

在本案中，S基金子沐金柜作为LP投资北京子沐创富投资中心（以下简称“子沐创富”），子沐创富投资于高锐视讯（底层资产）。在争议合同中提到了高锐视讯的重组项目，但仅约定受让的合伙份额最终投资于高锐视讯重组上市项目，并未明确合同签署的目的是为了高锐视讯重组上市成功而取得相应的收益。

因此，本案争议焦点系原 LP 铭典投资与新 LP 刘文茂之间就 S 基金（即子沐金柜）的财产份额转让所涉合同的法律关系性质和由此决定的争议实质，以及被告铭典投资是否构成违约并导致原告刘文茂有权解除案涉合同。

### 三、法院审判的核心观点

一审法院认为案涉交易与《私募投资基金监督管理暂行办法》以及私募股权投资基金的交易习惯并不一致，不符合私募股权投资“筹资-投资-退出”的过程，因此应属于合伙企业财产份额转让关系而不是私募股权投资基金合同关系，原被告之间系合伙企业财产份额受让人与出让人的关系，双方的权利义务受该转让协议的约束。二审法院认定的理由和观点也基本一致。

将案涉的交易评价为财产份额转让关系后，一审法院进一步认为案涉合同应基于买卖合同的框架下进行评价，并从案涉合同本身约定进行体系解释，认为案涉交易系新 LP 通过受让原 LP 在基金中的合伙份额方式，间接持有底层资产高锐视讯的股份来进行股权投资，同时高锐视讯重组上市系合同订立进行前述投资的预期目的，即卖方（即被告）向买方（即原告）案涉合同项下交付的转让标的物应符合合同约定以及实现合同预期目的。

我们理解，如果法院认定份额转让协议是私募股权投资基金合同关系，则涉及相关私募监管的法律法规的适用，买方属于私募股权投资基金的投资人，应对其投资行为自担风险。

二审法院在针对案涉合同约定的阐释中认为，在合伙企业财产份额转让关系项下，**转让人应向受让人针对交付的标的物的权利状况、是否存在瑕疵以及其他影响合同目的实现的重大事项等作出陈述保证**，例如本案中高锐视讯重组上市成功。因此，就转让人因高锐视讯最终未能成功重组上市违反了合同约定的相关承诺，应当认定铭典投资构成违约，导致刘必茂订立合同的根本目的不能实现，刘必茂依法享有合同解除权。法院最终判令解除案涉协议，**铭典投资返还刘必茂的本金及利息**。

### 四、对 S 基金交易的启示意义

S 基金交易中，直接交易主体并非底层资产涉及的相关方，当底层资产出现风险致使 S 基金投资人想要退出时，往往仅能依据其与 S 基金其他有限合伙人签署的合伙份额转让协议。合伙份额转让协议中约定的转让标的一般只能是 S 基金的财产份额，但实际上获得该财产份额并不是交易双方的真实商业目的。

因此，本案涉及的纠纷及最终判决对 S 基金交易的启示在于

（1）通过 S 基金交易实现对底层项目的投资活动中，如份额受让方（买方）拥有较强势的谈判地位的，应特别在份额转让协议中明确获得转让份额的交易目的，即将受让基金份额的目的明确为底层资产实现/达成预期的条件。特别是，在 S 基金的份额转让协议中明确约定底层资产对应的股权价值，一旦交易目的不能实现致使股权价值严重减损时，投资人可以依据订立合同的根本目的不能实现，而主张依法享有合同解除权，请求返还投资款。

(2) 谨慎选择 S 基金交易的投资方式，如以“退伙+入伙”的方式持有其他基金的份额，按照前述司法判例意味着其进行的是一个私募股权投资，受相应的私募基金规则的监管；若以“份额转让”的方式持有其他基金的份额，意味着被认定为合伙份额转让纠纷概率极大，即意味着不适用私募基金规则，以及遵守不得承诺保本保收益、投资者适当性审查等等。

(3) 在 S 基金交易中转让方（卖方）在签署转让协议时，应留意协议中的承诺与保证条款，尤其是关于投资项目价值实现的承诺与保证，在交易中也应当尽可能真实、准确、完整地披露项目相关信息，不应作出过分的诱导性承诺，例如“重组上市成功”“保证高额收益”等，否则可能被法院认定为存在夸大事实与诱导性陈述，构成对其不利的证据，从而判决转让方败诉并向投资人承担返还投资款及利息的法律责任。



魏田 | 实习律师

业务领域：投融资、私募基金、证券、并购重组

邮箱：[weitian@anjielaw.com](mailto:weitian@anjielaw.com)



蔡宗秀 | 合伙人

业务领域：投融资、并购重组、私募基金、股权激励、公司治理与改制上市

邮箱：[caizongxiu@anjielaw.com](mailto:caizongxiu@anjielaw.com)