



私募股权中的 接续基金：

普及程度、估值摩擦与新兴争议应对策略



接续基金（Continuation Funds）已从一种小众的流动性工具转变为私募股权领域的一项核心组成部分。伴随其广泛应用而来的，是争议风险的相应上升，尤其是在资产由原有基金转移至关联的接续载体时，围绕估值问题的纠纷尤为突出。¹

由普通合伙人（GP）主导的接续交易，如今在规模、频率及复杂性方面均已达到相当水平，亟需通过严谨的流程规范与审慎的估值实践，以规避潜在的诉讼或仲裁风险。² 数据显示，2024年至2025年，二级市场交易活动屡创新高，其中接续基金在GP主导的交易量中占比持续增长，且尤为重要，在由基金管理人支持的退出活动中已占据两位数比例。^{3,4} 在此背景下，近期提交至特拉华州高等法院的若干争议案例表明，压缩的时间表、信息不对称以及管理费或附带权益的重新设定等因素，均可能成为争议的导火索，而估值问题往往处于这些争议的核心。^{5,6,7}

本文旨在综合当前市场动态与最可能出现的争议类型，为基金管理人及投资者提供切实可行的操作指引，涵盖交易流程设计、估值工作流程安排以及争议预防与应对准备等方面。⁸

1 [The Rise of Continuation Funds: A Deep Dive - Chronograph](#)

2 [Unlocking liquidity: How secondaries and continuation vehicles ...](#)

3 [The Rise of Continuation Funds: A Deep Dive - Chronograph](#)

4 [2025 Secondary Market Report In This Report](#)

5 [Delaware Chancery Litigation Highlights Considerations for GP-Led ...](#)

6 [Sovereign Wealth Fund Sues PE Firm over Continuation Vehicle Process ...](#)

7 [Continuation Vehicles In Private Equity: U.S. Dispute Shines A ...](#)

8 [Continuation Vehicles In Private Equity: U.S. Dispute Shines A ...](#)

01

有限合伙人（LP）与普通合伙人（GP）主导的交易总量约为

1,560 亿

至 1,620

亿美元

同比增长约

40 至

45%

接续基金已成为主流，且在持续扩展

接续基金（亦称接续载体，Continuation Vehicles，简称CVs）现已成为贯穿市场周期的GP主导型二级市场交易的核心支柱。多家独立市场调研机构及投行顾问发布的2024–2025年度报告均指出，2024年二级市场交易规模创下历史新高，有限合伙人（LP）与普通合伙人（GP）主导的交易总量约为1,560亿至1,620亿美元，同比增长约40%至45%。^{9,10}

多项分析指出，接续基金在由基金管理人支持的退出总量中占比显著且持续上升。据估计，其占整体退出总量的比例已达到略高于10%的水平，并在2025年进一步攀升。¹¹

这一趋势亦得到充裕的待投资金以及更为成熟和专业化的买方群体的支撑。如今买方群体不仅包括大型二级市场基金，还涵盖半流动性投资工具，以及横跨私募股权、基础设施和私募信贷领域的专项接续策略投资。

9 2025 Secondary Market Report In This Report

10 STRICTLY PRIVATE & CONFIDENTIAL FY 2024 Secondary Market Review

11 Unlocking liquidity: How secondaries and continuation vehicles ...

02

结构性利益冲突与估值处于争议焦点的原因

接续基金本质上具有内在的利益冲突，因为GP同时扮演交易双方的角色：原有基金（legacy fund）将其投资组合公司或经筛选的一揽子投资出售给由同一基金管理人新设并管理的接续载体。现有投资人可选择按既定条款将其权益转入接续载体，或以交易价格退出获得流动性，后者通常由新投资人提供资金支持。此种架构会就交易过程和交易价格引发典型的“完全公平”（entire fairness）问题。

估值之所以成为争议的核心，是因为其同时决定三方面关键利益：退出方LP（selling LP）的回收金额、转入方LP（rolling LP）的进入成本，以及基金管理人的未来经济利益。¹² 资产净值（NAV）的基准日期、GP内部估值的范围与结论、通过公允意见或估值意见进行的第三方验证，以及确立市场出清价格的竞争性流程证据——所有这些都指向同一个根本问题：该交易价格是否公允？

即便交易已取得专业机构出具的公允意见，并且已与领投的二级市场买方议定交易价格，原有LP仍可能质疑该价格是否充分反映了最新的经营表现、所采用的估值基准日期是否已经过时、或竞价过程是否受到融资条款、附带承诺或其他结构性安排的干扰。

信息不对等进一步加剧了这一问题。若提供给潜在接续载体买方的材料，比向原有LP披露的信息更为详尽或乐观——尤其是在原有LP被要求在压缩的时间表内就利益冲突事项进行表决并作出“转入或退出”（roll-or-sell）选择的情况下——争议发生的可能性显著上升。¹³

¹² [Continuation Vehicles in Private Equity: U.S. Dispute Shines a ...](#)

¹³ [Delaware Chancery Litigation Highlights Considerations for GP-Led ...](#)

为减少此类摩擦，机构有限合伙人协会（ILPA）发布了指引并强调了若干最佳实践：包括尽早与有限合伙人咨询委员会（LPAC）沟通、确保所有LP信息对等、提供约一个月（而非数日）的有效决策窗口期，以及设置“维持现状”（status quo）选项，以避免转入投资人的管理费或附带权益条款恶化。^{14,15} 尽管在实践中，许多交易出于商业考量偏离了上述理想标准，但ILPA指引仍为评估交易合理性提供了重要基准，仲裁庭及监管机构在判断交易公平性时亦可能作为参考。¹⁶

最后，管理费与附带权益的重新设定极易引发争议。¹⁷ 接续载体通常具有投资集中度高、管理主动性强，并为未来增长计划预留资本的特点；其收费模式与原有基金存在差异本属合理。¹⁸ 然而，若出现被视为不当得利的情況（例如：在GP未相应再投资于接续载体的前提下，对退出方LP附带权益的提前实现；或管理费计提基础超出实际运营需求），除非此类安排具有充分依据、被全面披露，并与明确的商业计划高度一致，否则极易引发质疑与挑战。



14 [ILPA Publishes Guidance on Continuation Funds | Insights & Resources ...](#)

15 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)

16 [Principles & Best Practices | Institutional Limited Partners ...](#)

17 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)

18 [Sadis & Goldberg LLP | The Dynamics of Continuation Funds](#)

03

不断演进的法律与 监管环境

关于接续基金相关争议的法律分析涵盖合同法、信义义务、证券监管以及管辖仲裁与临时救济的程序法。大多数服务于北美LP的原有私募股权基金均注册于特拉华州或开曼群岛，并适用纽约州或特拉华州法律，而且基金协议通常约定对实体争议进行保密仲裁，但同时保留各方通过法院获得临时救济的权利，以防止造成不可弥补的损害。¹⁹ 这一架构至关重要，因为它决定了争议提起的方式与管辖地。

在美国，证券交易委员会（SEC）已明确表示其对顾问主导型的二级交易及接续基金保持着持续关注。²⁰ 2023年，该委员会通过了一套私募基金顾问规则，其要求在SEC注册的顾问发起的顾问主导型二级交易，必须获取并分发一份独立的公允意见或估值意见，并就其与意见提供方之间的重要商业关系出具书面摘要。²¹

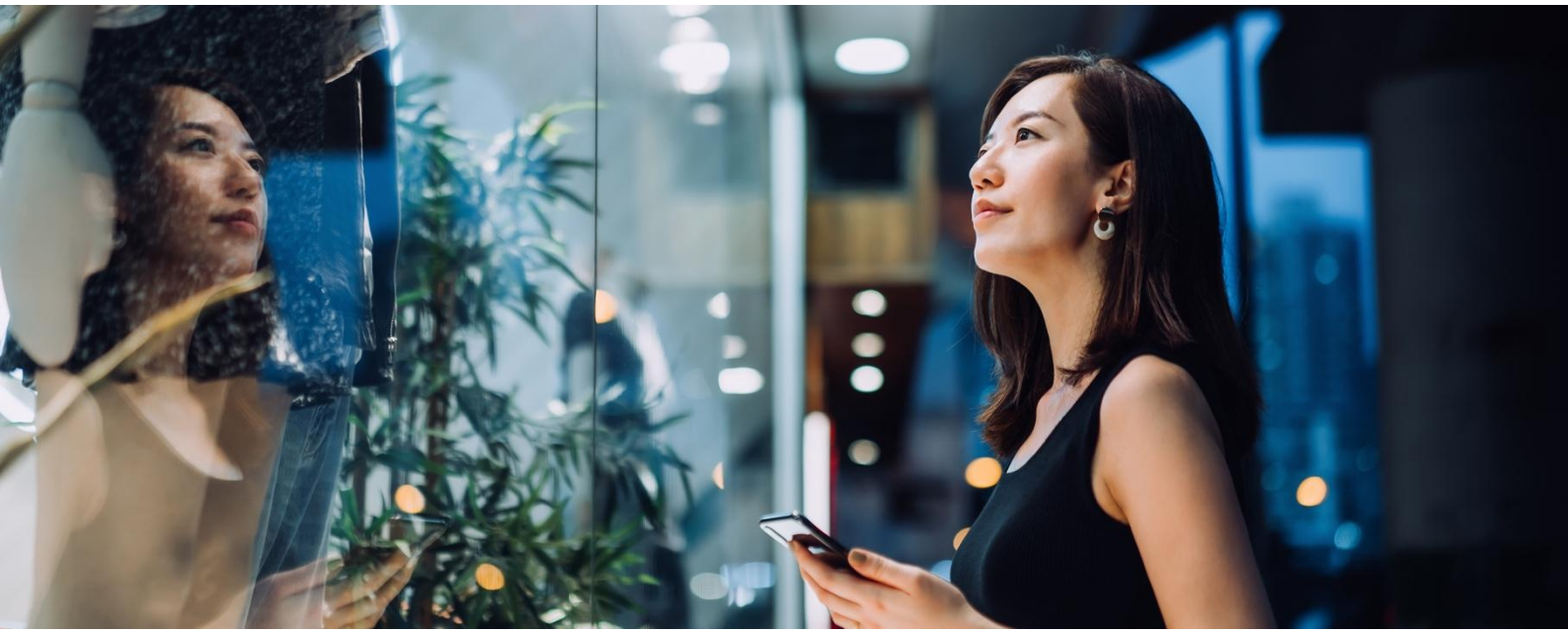
然而，2024年6月，美国第五巡回上诉法院（U.S. Fifth Circuit Court of Appeals）裁定全面撤销上述规则，认定SEC超出了其法定权限。²² 该判决的直接法律后果是：目前并无联邦层面的强制性规定要求接续交易必须提供公允意见或履行特定披露义务。

19 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)

20 [Fifth Circuit Vacates Major Rule Changes for Private Fund Advisers ...](#)

21 [Fifth Circuit Vacates SEC Private Fund Adviser Rules | Morrison ...](#)

22 [Fifth Circuit Rules SEC Exceeded Its Authority in Adopting Private ...](#)



在美国以外，各地的监管框架各不相同。在欧盟和英国，《另类投资基金管理人指令》（AIFMD）及本地法规强调对利益冲突的监控、估值治理以及信息披露。尽管这些制度本身并非针对接续基金，但其要求为相关流程提供了额外的保障。因此，开展国际业务的GP通常会在其所有平台上遵循更严格的预期标准。

对于加拿大机构投资者—作为全球私募股权市场的重要LP群体—其面临的实际情况是：相关争议通常依据基金选定的法律与争议解决地处理，一般为纽约州或特拉华州法律，并采用仲裁方式，而加拿大公法在其中几乎不发挥直接作用。尽管如此，加拿大的信义与公司治理规范，以及加拿大LP行业组织的政策立场，仍然能够影响其在接续流程中的谈判立场及对附带协议条款的预期。²³

综上所述，贯穿各法域的关键点在于，信义义务与合同条款是法律分析的基石。即便协议限制了信义义务或扩大了自由裁量权，当事人的行为仍须符合默示的诚信与公平交易义务，并严格遵守基金文件中关于利益冲突管理的明确约定。

04

争议已然显现：交易流程、交易价格与信息对等构成争议焦点

近期的诉讼与仲裁活动表明，围绕接续基金的争议已从理论层面转为现实纠纷。²⁴ 尽管具体指控因案而异，但争议主题普遍集中于时间安排、信息对等、估值方法以及GP的经济利益。

2025年末，一家主权财富基金投资者向特拉华州高等法院提起诉讼，请求禁止其私募股权基金管理人提出的一项单一资产接续交易的交割。²⁵ 原告指控该管理人压缩了有限合伙人咨询委员会（LPAC）的审批流程，扣留或分阶段披露信息，致使无法进行实质性审查；同时，向潜在接续载体投资者提供的估值相关材料，与提供给需就利益冲突事项进行表决并对“转入或退出”作出选择的现有LP的信息存在差异。

该诉状指出，此次交易的估值未能充分反映标的公司近期的业绩改善，原因是其采用的估值基准日期早于若干推动公司价值提升的重要事件的发生时间；此外，附带权益与管理费的重新设定被指构成向GP不当转移经济利益。尽管基金协议约定实体争议须通过仲裁解决，原告仍寻求禁令救济，旨在仲裁庭得以审理案件前先阻止交易进行交割。

公开报道显示，起诉后不久，基金管理人即同意暂缓交割，等待仲裁程序推进。这一做法揭示了一种可能反复出现的程序模式：先通过法院的公开程序申请临时救济以维持现状，随后依据合伙协议在私密仲裁中裁决实体争议。²⁶

24 [Continuation Vehicles In Private Equity: U.S. Dispute Shines A ...](#)

25 [Sovereign Wealth Fund Sues PE Firm over Continuation Vehicle Process ...](#)

26 [Delaware Chancery Litigation Highlights Considerations for GP-Led ...](#)



尽管该案因进入公开程序而显得特殊，但其基本架构并非孤例。它反映出成熟LP日益增长的意愿：测试在存在利益冲突的接续交易中，压缩的流程、信息不对称以及对GP经济条款的调整是否符合“完全公平”的标准。同时，该案也表明，即使在存在仲裁条款的情况下，临时救济措施的可用性也能实时决定交易走向，因为它能在各方博弈最为关键的时点暂停交易进程。

第二类争议模式聚焦于交易成本及交易失败的费用在原有基金、转入方LP、新投资人与基金管理人之间的分摊。²⁷ 当成本分摊方式偏离基金治理文件的规定，或看似以不透明且与价值创造无关的方式使基金管理人获益时，LP常以违反合同及信义义务为由提出挑战。

机构有限合伙人协会（ILPA）指引明确建议：基金管理人应披露成本分摊方法；在GP因新增管理费收入而获益的情形下，应合理共担相关成本；并严格遵守有限合伙协议（LPA）中约定的交易失败费用的分摊机制。²⁸ 未能遵循上述原则极易引发不满，尤其是当转入方LP与退出方LP认为自身承担了不成比例的负担时。

第三类争议集中于“转入选择权”本身。²⁹ LP曾就以下这些问题提出异议：决策窗口期以“日”而非“周”计算；选择权材料不如提供给领投方的信息完整；以及名义上的“维持现状”选项实质上变更了管理费、附带权益或治理条款。在最尖锐的指控中，有LP指出相关流程具有胁迫性—因为拒绝选择或未能及时选择即被自动视为接受新条款并转入，而非按既定价格出售。

对此，ILPA提出的基准建议简明扼要：尽早通知、确保各方在获取数据室信息及接触管理层等方面的对等性、以及默认机制不应迫使LP进入其未明确接受的境地。³⁰

这些常见的争议模式构成了一份实用的争端应对指南。若交易流程严格遵循市场指引—包括引入结构化竞价机制、采用近期估值基准日期、获取独立评估意见、向LPAC及LP尽早且对称地披露信息，并提供真正意义上的“维持现状”选择权—则争议发生概率会大大降低且难以持续。反之，若流程存在明显瑕疵，临时禁令与对实体争议的仲裁如今已成为LP切实可行的维权工具。

27 [Delaware Chancery Litigation Highlights Considerations for GP-Led ...](#)

28 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)

29 [Continuation Vehicles In Private Equity: U.S. Dispute Shines A ...](#)

30 [ILPA Publishes Guidance on Continuation Funds | Insights & Resources ...](#)

05

估值争端的核心：方法、基准日期与举证难题

由于估值问题是多数接续基金争议的核心，有必要对其进行专门探讨。所采用的估值技术本身虽为人熟知—包括现金流折现法（DCF）、可比公司与可比交易乘法，以及在适当情况下采用的资产基础法—但其应用背景却各不相同。争议各方并非在抽象层面讨论公允价值，而是在一个存在利益冲突的交易流程中，就一项具体交易价格展开博弈，该价格直接决定了退出方LP、转入方LP、新投资人与GP之间经济权益的重新分配。

基准日期的选择是首要摩擦点。³¹ 接续交易通常以某一既定日期的协商价格为基础，并通过期间现金流、业绩更新甚至或有对价等方式，弥合基准日期与交割日之间的价值变动。若LP知晓或合理预期在基准日期之后发生了重大增值事件，则可能主张既定价格已过时。基金管理人则通常辩称，所选日期反映了竞价时可获得的各方面的证据，且买方已将相关不确定性纳入定价考量。

各方立场的强弱往往取决于相关文件记录：包括竞价过程档案、同期估值备忘录、月度业绩报告、投资组合管理委员会会议纪要，以及公允意见或估值意见的工作底稿。关于期间业绩变动与基准日价格之间关系的争议，本质上是一个举证问题。流程严谨的交易会通过严格限定竞价、LP批准及选择权行使之间的时间窗口，来最小化证据上的缺口。³²

31 © 2025 CFA Institute. All rights reserved. September 2025 CAPITAL ...

32 © 2025 CFA Institute. All rights reserved. September 2025 CAPITAL ...

第二个反复出现的问题涉及控制权与增长假设。³³ 接续载体旨在为下一发展阶段提供资金支持，例如新产品发布、地域扩张、运营优化计划、补充性并购或资本结构去风险化。因此，估值分析必须区分原有基金出售时已内含的价值，与依赖于新资本和承担新风险的增量价值。当估值模型模糊了这一界限时，退出方LP可能指控，低增长的预测是特意为了支持一个较低的基础估值；反之，如果模型从基础情景中剥离了过多的可选性，买方则可能不当压价。

在此背景下，公允意见提供方的角色对于清晰界定这些差异至关重要。一个稳健的意见流程—包括深入质询管理层的业务预测，测试关键假设的敏感性，通过多重方法交叉验证，并清晰阐明原有价值与未来价值之间的映射关系—能显著压缩争议空间。

第三个估值主题是交易价格与交易结构的互动。递延支付、盈利支付及“价款调整”机制（“true-up” mechanics）可以通过将部分对价与近期业绩挂钩，有效协调各方利益并缓和估值分歧。对于基准日期之后产生的现金流（如股息、利息、资产层面的分配），可选择将其资本化计入交易价格，或作为调整项进行结算。每种选择都具有经济与法律后果，尤其当原有基金的治理文件对分配或附带权益的实现设有限制时更需审慎。

若交易结构被用于抬高名义价格而未伴随相应的经济利益转移，LP有时会主张该结构掩盖了实际折价；反之，若交易结构确能合法解决风险转移问题，则它可以成为一个有力的公平性工具—前提是其合理性被充分记录，并向所有相关方平等披露。

在争议解决过程中，估值专家通常会被要求进行三项任务：

- **重建交易价格的同期依据**，主要根据基金管理人及其顾问在当时实际拥有的文件进行处理；
- **就估值假设与估值方法的合理性发表意见**，评估标准需同时参照市场惯例及基金治理文件中的具体估值政策；
- **量化损害（如有）**，其必须基于一种“若非情形”—即在一个更公平的流程下，退出方LP或转入方LP本应获得的交易价格是多少？

高质量的专家报告能够清晰且可量化地揭示流程缺陷及其对交易价格的影响幅度。反之，若交易流程本身稳健，同样的分析方法往往也能证明所指控的价格影响纯属推测。

表1：接续基金常见争议情形及实务启示

| 情形一：申请临时禁令以暂停交割，等待仲裁程序 | | |
|---|---|---|
|  | <p>核心指控：</p> <ul style="list-style-type: none"> LPAC及LP的决策时间被压缩； 信息披露不对称； 估值基准日期过时； 管理费/附带权益重新设定导致经济利益的不公平转移 | <p>实务启示</p> <ul style="list-style-type: none"> 保留同期、公平的流程记录； 确保意见提供方所用材料与向LP披露的信息一致； 为LPAC及LP预留符合市场指引的审阅时间 |
| <p>常见处理途径： 法院：申请临时救济； 仲裁：依据基金协议解决实体争议</p> | | |
| 情形二：管理费、开支及交易失败成本的分摊争议 | | |
|  | <p>核心指控：</p> <ul style="list-style-type: none"> 分摊方式偏离有限合伙协议（LPA）的约定； 使GP受益的相关成本反而由LP承担； 管理费计提基础与实际运营需求不成比例 | <p>实务启示</p> <ul style="list-style-type: none"> 预先确定分摊方法； 充分披露并记录分摊安排； 确保分摊与LPA条款及财务报告一致； 在GP直接受益时考虑其成本共担 |
| <p>常见处理途径： 依据LPA进行仲裁；有时会结合监管方面的考量</p> | | |
| 情形三：转入选择权的公平性及“维持现状”选项设计 | | |
|  | <p>核心指控：</p> <ul style="list-style-type: none"> 决策窗口期设置不足； 信息不对等； 默认机制强制转入； 转入方LP的管理费、附带权益或治理条款发生不利变更 | <p>实务启示</p> <ul style="list-style-type: none"> 确保信息及接触机会的对等性； 采用清晰且有利于LP的默认机制； 避免在没有充分理由和全面披露的情况下，使LP条款发生恶化 |
| <p>常见处理途径： 仲裁（若交割迫在眉睫，可能同步寻求法院临时救济）</p> | | |

34 情形概述基于公开披露的争议案例及广泛观察到的市场实践；具体案件的结果将取决于其特定事实及基金治理文件。

06

降低争议风险并优化交易结果的最佳实践

基金管理人的目标不仅是“赢得”争议，更是避免争议的发生。若干关键流程的设计选择可显著降低风险，同时仍能实现接续载体所应达成的商业目标。

早期且实质性的有限合伙人咨询委员会（LPAC）参与是基石。³⁵ 清晰阐述接续交易的商业逻辑、已考虑的替代方案以及下一持有期的价值创造计划，可使LPAC能够从实质而非形式层面评估利益冲突。在复杂交易中，允许LPAC召开非公开会议，并由基金承担费用为其聘请独立法律顾问或专家，可显著增强利益冲突豁免的可信度。

信息对等性是另一支柱。³⁶ 基金管理人应预设法院、仲裁庭及监管机构将逐一对比潜在买家与现有LP所获得的信息。对此，为两方群体共同设立一个统一且受控的数据室，并辅以记录问答的日志，是证明信息对等的有效方式。若因保密考量需对信息进行删减，则删减应尽量少、遵循既定原则且予以说明。此外，决策窗口期应足够长，以适应机构决策流程。机构有限合伙协会（ILPA）建议约30个日历日或20个工作日；若LP受制于法定或章程规定的多层审批机制，基金管理人还应准备合理延长该期限。³⁷

公允意见或估值意见将作为市场惯例，尽管美国相关监管规则已被撤销。基金管理人应选择近期无重大商业往来的意见提供方，因为这种往来可能会被合理视为影响其独立性。

35 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)

36 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)

37 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)



同样重要的是，意见提供方的分析、对管理层预测的审核、以及敏感性测试，必须与LP数据室中的材料保持一致。若意见提供方构建的模型包含了LP无法获知的乐观情景，或其使用的乘数分析与基金管理人内部估值存在无法合理解释的偏离，那么争议就会聚焦于这些差异。

经济条款必须与交易叙事相符。若接续载体被定位成为“集中增长计划”提供资金支持的有效途径，则其管理费计提基础应与实际运营需求相匹配，附带权益条款亦应体现真正的利益一致性。按新进入价格重新设定附带权益是常见且适当的做法；但若未将退出方LP对应的应计附带权益转入接续载体，则很难自圆其说。³⁸ 成本分摊应符合有限合伙协议（LPA）约定，并遵循“谁受益、谁承担”的基本原则。

最后，严格的文档记录管理规范将带来回报。基金管理人应预见到，内部估值备忘录、被投资公司董事会资料包、竞价流程摘要、LPAC会议纪要及选举日志等文件，未来均可能被详细审查。一份能体现对利益冲突和交易价格进行了审慎、公平考量的记录，是基金管理人在争议中，以及必要时在临时救济程序中的最佳抗辩依据。

对LP而言，相应的最佳实践是建立内部接续交易审批规程，明确审批节点、证据要求和升级标准；这可帮助LP在市场时限内做出响应，同时不牺牲尽职调查的质量。

38 [Considerations for Limited Partners and General Partners Continuation ...](#)

结论



接续基金现已发展为基金管理人应对各类市场环境的常态化工具，也成为LP反复面临的决策事项。其普及程度毋庸置疑——市场数据已证实了这一点。³⁹ 当前悬而未决的问题是：市场参与者是否会将流程规范化，使其能一直符合经得起检验的公平性标准；抑或是利益冲突交易所固有的摩擦，会不断导致临时禁令与私下仲裁。近期在特拉华州提起的诉讼表明，当LP认为交易流程与交易价格之间出现脱节时，提起诉讼或仲裁正日益成为一项现实可行的维权选择。⁴⁰

在监管层面，不确定性依然存在，尤其是在美国——由于证券交易委员会（SEC）2023年发布的私募基金顾问规则被法院撤销后。然而，市场已经通过投资者预期与行业实践，内化了被撤销规则中的诸多核心概念。⁴¹ 这种趋同，使得本文的实务指引更具稳健性与现实意义。接续基金已然成为私募股权生态中稳定的组成部分；恰当的应对之道并非回避此类交易，而是以当前环境所要求的审慎与透明度来执行每一环节。

39 [© 2025 CFA Institute. All rights reserved. September 2025 CAPITAL ...](#)

40 [Delaware Chancery Litigation Highlights Considerations for GP-Led ...](#)

41 [Fifth Circuit Vacates Major Rule Changes for Private Fund Advisers ...](#)



联系我们



Chris Polson

合伙人, 争议及诉讼支持
普华永道加拿大
电话: +1 416 894 4215
邮箱: chris.polson@pwc.com



Sammy Lai (黎大汉)

ASA, ABV, CFA, CFE, CFF, CPA, CGMA
合伙人, 争议及诉讼支持
普华永道中国
电话: +86(10) 6533 2991 / +852 9680 3807
邮箱: sammy.lai@cn.pwc.com

