

私募基金有限合伙对赌效力及履行

杨 晖*

摘要:有限合伙企业的合伙协议可以另行约定合伙的利润及收益分配,法律并未禁止对赌形式的利益分配模式。对私募基金有限合伙企业份额转让及差额补足对赌协议在对赌主体、内容及履行方式方面符合法律规定及合伙协议约定,无私募管理人承诺收益等违反金融监管情形,即应有效。对赌内容经过合伙协议或者合伙人的确认可有多种意思表示方式,合伙协议关于合伙财产份额转让的一致表决程序可以被其他形式的确认意思表示替代。

关键词:私募基金有限合伙企业 对赌 份额对内转让 民法典

一、案情

原告某资产管理有限公司为某股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称基金)的A类财产委托人及有限合伙人,被告某集团系基金的B类财产委托人及有限合伙人,被告赵某系某集团的实际控制

* 上海金融法院研究室法官助理,法学博士。

人,赵某、陈某系夫妻关系。2016年10月25日,某资产管理有限公司与某集团签订《无条件受让及差额付款合同》,约定由某集团作为无条件受让义务人,承诺在合同约定情形发生时,无条件受让某资产管理有限公司持有的基金份额。同日,某资产管理有限公司与赵某、陈某还分别各自签订两份《保证合同》,约定赵某、陈某为某集团在《无条件受让及差额付款合同》项下所承担的义务承担连带责任保证。《无条件受让及差额付款合同》第1条第1款约定的受让情况包括:在基金运行期间,若自基金A类份额投资者的首期缴付资金实际到账之日起的30个月内,上市公司(指由某集团实际控制的上市公司)收购标的公司(该公司由基金全资控股)未获得中国证监会或其他有权审批机关的批准,或自基金A类份额投资者的首期缴付资金实际到账之日起的30个月内上市公司还未完成收购标的公司,或其他原因导致基金未完成所持有标的公司股权的全部转让。《无条件受让及差额付款合同》签订后,2016年12月29日,某资产管理有限公司首期缴付资金到账。按照《无条件受让及差额付款合同》约定的30个月时间计算,上市公司应当于2019年6月29日以前完成对标的公司的收购。另根据某集团与基金于2016年12月签订的《附条件收购协议》,标的公司的收购程序应当在《股权转让协议》(签订日期为2016年12月)签署完成后的24个月内启动(不晚于2018年12月启动)。然而,截至某资产管理有限公司起诉之日,标的公司的收购程序仍未启动,上市公司实际已不可能于2019年6月29日前完成收购标的公司的程序,因而已经实质构成了《无条件受让及差额付款合同》约定的受让情形。

另外,基金合伙协议约定,合伙企业财产份额转让的有效申请,需经代表全部表决权的合伙人一致表决同意。经协商一致,合伙人可以通过签订补充协议的方式修改本协议或对未尽事宜进行补充,补充、修改内容与本协议相冲突的,以补充、修改后的内容为准。本协议附件作为本协议不可分割的组成部分,与本协议具有同等法律效力。若A类资产份额的年化投资收益率低于预期最低投资收益,则按A类财产份额委托人与某集团签订的《无条件受让及差额付款合同》、A类财产份额委托人与某集团的实际控制人赵某及其配偶分别签订的《保证合同》中的具体约定,由相关义务人履行补足义务及担保义务。

故某资产管理有限公司诉请:(1)某集团向某资产管理有限公司支付基金份额受让价款;(2)某集团向某资产管理有限公司赔偿因其违约所导致的损失(以受让价款为基数,按照每日万分之五的标准,自2019年2月2日起计算至实际付款之日止);(3)赵某、陈某对某集团在诉讼请求第1项、第2项下的债务承担连带责任;(4)某集团、赵某、陈某共同承担本案律师费、案件受理费、财产保全费等在内的所有诉讼费用。^{〔1〕}

二、裁判

一审判决认为:本案争议焦点集中在《无条件受让及差额付款合同》的性质及效力问题。

第一,本案争议的法律关系实质为私募基金有限合伙企业的有限合伙人之间因对赌协议触发有限合伙企业份额的对内转让关系。《无条件受让及差额付款合同》的签订主体是某资产管理有限公司与某集团,二者均是涉案基金的有限合伙人。某集团依该合同约定,在对赌条件触发时,承诺无条件受让某资产管理有限公司持有的该基金的A类财产份额,交易标的是该基金有限合伙企业的合伙财产份额。根据《合伙企业法》第22条的规定,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的,需经其他合伙人一致同意。合伙人之间转让在合伙企业中的全部或者部分财产份额时,应当通知其他合伙人。第60条规定:“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。”因此,根据《合伙企业法》的上述规定,法律并未禁止合伙人之间的合伙财产份额转让,有限合伙企业的有限合伙人之间可以协议转让合伙财产份额,但应通知其他合伙人。

第二,《无条件受让及差额付款合同》约定的对赌内容并未违反

〔1〕 上海金融法院:甲财富公司诉乙影视集团、赵某勇、陈某美其他合同纠纷案,案号:(2019)沪74民初379号,2020年5月28日。

《合伙企业法》规定的利润和亏损分配原则。《合伙企业法》第33条第1款规定,合伙企业的利润分配、亏损分担按照合伙协议的约定处理;第2款规定,合伙协议不得约定由部分合伙人承担全部亏损。但第69条规定,有限合伙企业不得将全部利润分配给部分合伙人,但是合伙协议另有约定的除外。本案所涉《无条件受让及差额付款合同》的签订主体是该有限合伙企业的有限合伙人,并非该有限合伙企业对有限合伙人的利润分配承诺,且合伙协议既已认可《无条件受让及差额付款合同》的对赌内容,就应视为合伙协议的另有约定。同时,某集团并非该私募基金的管理人或者销售方,也并未违反《私募投资基金监督管理暂行办法》第15条私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益的监管规定。故,该《无条件受让及差额付款合同》系有限合伙企业的两个有限合伙人之间就其持有的合伙企业财产份额进行转让的协议,且并未存在《合同法》第52条规定的无效之情形,应为有效合同。

第三,《无条件受让及差额付款合同》应受合伙协议的约束,合伙份额对内转让需满足合伙协议约定的程序条件。基金合伙协议明确该合同作为合伙协议的附件,是合伙协议的组成部分,鉴于合伙协议已经全体合伙人签字生效,即应视为该《无条件受让及差额付款合同》对全体合伙人具有法律效力。某资产管理有限公司虽诉称其是依据《无条件受让及差额付款合同》向某集团主张权利,其实质是有限合伙人之间的合伙财产份额转让,理应遵守合伙协议对合伙人之间份额转让的相关约定,但鉴于合伙协议已确认《无条件受让及差额付款合同》的内容,全体合伙人对此已实质形成了一致意思表示,故对本案所涉的基金份额转让不需再另行进行合伙协议约定的表决程序。

故一审判决:被告某集团支付原告某资产管理有限公司基金份额受让价款并赔偿违约损失造成的损失(以基金份额受让价款为基数,按照日利率万分之五,计算自2019年2月2日起至实际支付日止);被告赵某、被告陈某就被告某集团的上述债务承担连带责任保证。

该案审结后,原被告均未上诉,该一审判决现已生效。

三、评析

该案虽在《民法典》颁布之前审结生效,但是判决所体现的审理思路恰与《民法典》合伙合同一章相契合,实质表达了与《民法典》合伙合同一般规定相一致的法律逻辑。

(一) 对赌的内涵与外延

1. “对赌”的内涵与类型

一般指投资人和目标公司(股东)合意预设特定的商业目标,并约定如在特定期间内该商业目标未成就,则投资人对目标公司、股东享有利益补偿、股权回购等请求权,以充分保护投资人权益的行为。

在我国,“对赌协议”这一概念主要在三种情形下使用:私募基金在对外投资时的对赌、上市公司重大资产重组中的业绩补偿以及中国企业并购海外标的时或有对价(earn out)的安排。《九民纪要》中讨论的对赌,主要针对的是私募基金在对外投资时和被投资企业的股东、实际控制人和被投资企业之间发生的法律关系。^[2]简单来说,根据对赌适用的投资领域及通道方式的不同,可以分为公司型对赌、私募型对赌。

2. 公司型对赌的司法审判思路

在该类对赌中,私募基金是作为投资主体与目标公司形成对赌协议,约定两类对赌实现条件,即附条件的股权回购协议以及业绩补偿协议。通常是投资人在对企业进行股权投资时,约定了投资后被投资企业应当达到的业绩目标,比如约定在特定的时间内上市或者发行一定规模的公司债券以实现融资目标,或在约定期限内企业净利润应当达到的金额,如果前述业绩目标未按时完成,则被投资企业的原股东或实际控制人、被投资企业就承担股权回购或者现金、股权补偿的义务。目前司法审判已确认了对赌协议在公司融资行为中的效力及履行。

[2] 参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》,载《法学研究》2020年第2期。

在公司型对赌中,司法审判的逻辑是,该类行为只要不损害目标公司及其债权人的利益,不违反法律、行政法规的强制性规定,人民法院对其效力应予认定。但是考虑到对赌协议实质是公司融资行为的一种方式,通过对赌条件的触发,投资人要求目标公司回购股权,补偿金钱利益,涉及公司资本维持,公司利益维护、股东利益维护及债权人利益维护等问题。因此,对公司型对赌效力进行认定,必须结合公司法相关规定,一是审查签订主体,是投资方与目标公司还是股东签订;二是审查对赌的实现方式,是股权回购还是收益差额补足;三是在对赌条件触发时,对于股权回购或者收益差额补足约定的效力及实现,必须考虑公司法框架下资本维持原则所包含的股东不得抽逃出资、股份回购强制性规定以及利润分配强制性规定的三个方面限制。

(二) 私募基金有限合伙对赌的效力分析

1. 私募基金有限合伙对赌的结构剖析

从法律结构上来看,私募基金可以划分为公司制、契约制及有限合伙制。私募基金有限合伙对赌在结构设计方面与公司型对赌类似,但是两者的区别在于私募基金成立有限合伙企业,对赌行为发生在有限合伙企业内部,即私募基金有限合伙人与与有限合伙企业、其他合伙人或者第三方对赌。但无论是哪一种对赌,从本质上来看,私募基金都与对赌触发条件及对赌实现途径密切相关。

首先,从内部结构上来看。投资者投资私募基金有限合伙企业,以获取该有限合伙企业的合伙份额为对价,成为有限合伙人;其次,投资者以有限合伙人之身份与该私募基金、其他有限合伙人或者该私募基金有限合伙企业的管理人(普通合伙人)之外的关联方,如该管理人的母公司或其他关联方,签订以该有限合伙企业财产份额转让或者以该有限合伙企业财产份额为计算基础的固定收益补偿条件;再次,对赌的触发条件为该私募基金有限合伙企业未实现对外投资目标,即被该私募基金投资的主体(如收购某公司股权或者投资的目标公司发行公司债等)未在约定时间内完成对赌条件。

综合来看,私募有限合伙对赌是在私募基金有限合伙企业的框架范围内进行的:一是对赌的主体可以是私募基金有限合伙企业的有限合伙人(投资者)、私募基金或者第三方;二是私募有限合伙对赌的触

发条件是该私募基金投资的目的是否依约实现；三是对赌协议针对的履行标的是该私募基金有限合伙企业财产份额或者基于该份额的收益补偿。

因此,从本质上来看,在公司型对赌中,虽然也有私募基金出现,但私募基金是作为投资主体,其与目标公司进行对赌或者与目标公司股东对赌;比较而言,在私募基金有限合伙对赌中,实质是私募基金有限合伙企业的有限合伙人与该私募有限合伙企业进行对赌,虽然有些情况下签订对赌协议的并非该私募基金,但是对赌指向的制约条件均是直接关联该私募基金的投资目标,即通过对赌,投资人实现风险投资的预期收益及安全退出。因此,对私募基金有限合伙对赌的司法审判也应参照公司型对赌的司法审判逻辑,对私募基金有限合伙对赌的效力应全面考量《民法典》及《合伙企业法》的相关规定。

2. 私募基金有限合伙对赌类型

从对赌内容来看,私募基金有限合伙对赌有以下两类情形。

一是合伙财产份额(基金份额)转让。在该类型对赌中,对赌的内容指向为基金份额的转让,包括对内转让及对外转让。例如,私募有限合伙人A与有限合伙人B约定,在该私募合伙基金投资的目标公司未完成约定的上市、收购其他公司、发行公司债等触发对赌条件时,有限合伙人B受让A持有的该私募有限合伙企业财产份额(基金份额)。受让价款一般以A持有该私募有限合伙企业财产份额加收预期收益。本文案例实质就为私募有限合伙企业合伙财产份额的内部转让。

二是收益差额补足。在该类型对赌协议中,对赌的内容指向为私募基金有限合伙企业财产份额预期收益的差额补足,一般体现为现金补偿。同时,在该类对赌私募合伙基金中,对投资人(有限合伙人)进行分级,不同级别的投资人(有限合伙人)依照全体合伙人同意的或者合伙协议约定的预期收益率计算该类投资人(有限合伙人)的收益。

3. 私募基金有限合伙对赌效力的审判考量

在我国《民法典》与《合伙企业法》对合伙法律关系进行一般与特殊并行规定的框架下,对该类纠纷的司法审判应主要审查是否符合法律关于合伙企业财产份额转让及合伙企业利润亏损分配方面的规定。

(1)应符合合伙企业财产份额转让的相关法律规定。

首先,要区分是普通合伙或有限合伙的财产份额转让,以及对内转让与对外转让。

根据《合伙企业法》第22条的规定,在普通合伙企业中,对外转让合伙财产份额,除合伙协议另有约定外,须经其他合伙人一致同意;对内转让,则通知其他合伙人即可。《民法典》合伙合同一章只对合伙财产份额的对外转让进行规定,第974条要求经其他合伙人一致同意,但是合伙合同可以对此另外进行规定,对于对内转让则没有进行限制。比较而言,从《民法典》的规定来看,如果是对内转让则属于法律规制之外,尊重转让双方的意思自治;若对赌协议内容指向合伙财产份额的对外转让,则要审查份额转让的对赌协议是否通过其他合伙人一致同意,或者是否符合合伙协议的另行约定,即司法审判需裁量对赌协议是否符合这两种意思表示形式。

其次,要实质审查合伙人的意思表示内涵及形式。

实践中可以有以下几种情形。一是合伙协议约定,有限合伙人财产份额转让需要形成合伙企业财产份额转让的有效申请,须经全体合伙人一致表决同意。二是对赌协议作为合伙协议的附件,明确对赌权利人可以依对赌协议约定实现对赌权利。三是在合伙协议中,明确约定有限合伙人(优先级投资人、对赌权利人)可以在约定条件下行使对赌权利,或者按照与对赌协议一致的条件行使有限合伙财产份额转让的权利。

在第一种情况下,若对赌权利人要实现对赌权利,是否需要再经过合伙协议约定的决议程序,经过其他合伙人的一致同意?根据《民法典》第970条的规定,合伙人就合伙事务作出决定的,除合伙合同另有约定外,应当经全体合伙人一致同意。《合伙企业法》第19条规定,合伙协议经全体合伙人签名、盖章后生效,合伙人按照合伙协议享有权利,履行义务。修改或者补充合伙协议,应当经全体合伙人一致同意;但是合伙协议另有约定的除外。上述法律规定隐含的逻辑是,合伙协议可以约定需要经全体合伙一致同意的事项范围,另外,全体合伙人也可以其他意思表示形式表达对某一事项的意见。结合第二、三种情形,如果合伙协议明确对赌权利人可以基于对赌协议约定行使对赌权利,

或者将对赌协议作为合伙协议的附件,并且合伙协议明确附件内容视为合伙协议内容,那么应视为全体合伙人对对赌权利人依约行使对赌权利持赞成态度,也是全体合伙人一致意思表示的形式,而不需再进行合伙协议约定的份额转让表决程序。因此,在对该项争议焦点进行司法审查时,需要注意全体合伙人对对赌内容的意思表示方式可以有多种形式,不应固化认为合伙人一致意思表示仅有合伙人会议决议一种形式。

(2)应符合《合伙企业法》的利润亏损分配规定。

首先,从对赌协议的差额补偿条款签订主体及形式来分析其效力。

《合伙企业法》第33条规定了利润亏损分配原则包含以下几个方面:一是按照合伙协议的约定办理;二是合伙协议未约定或者约定不明确的,由合伙人协商决定;三是协商不成的,由合伙人按照实缴出资比例分配、分担;四是无法确定出资比例的,由合伙人平均分配、分担;五是合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者由部分合伙人承担全部亏损。上述规定针对的是普通合伙,实践中,私募基金一般成立有限合伙企业,根据《合伙企业法》第69条的规定,有限合伙企业不得将全部利润分配给部分合伙人;合伙协议可以就此另行约定。按该条规定,有限合伙企业可以通过合伙协议约定将利润优先分配给部分有限合伙人(优先级投资人,对赌权利人)。《民法典》第972条规定合伙的利润分配和亏损分担原则基本与《合伙企业法》一致,一般按照合伙合同的约定办理,没有约定或者约定不明确的,由合伙人协商决定,协商不成的,由合伙人按照实缴出资比例分配、分担,无法确定出资比例的,由合伙人平均分配、分担。但两者也存在区别,即《民法典》的规定明确了合伙利润分配由合伙人自治,并未特别限制合伙人之间的倾向性利润和亏损分配,充分体现了民事合同的契约自由原则。综合上述法律规定,在有限合伙中,合伙企业可以通过合伙协议约定来保障对特定合伙人的利润分配。即对赌的签订主体是合伙企业与合伙人,那么根据《民法典》及《合伙企业法》的规定,有限合伙企业可以在法律范围内实现利润的特定分配。如果对赌签订主体并未涉及合伙企业,而是合伙人之间或者合伙人与第三方签订,那么并非法律规制范畴。因此,在私募基金有限合伙企业中,通过对赌协议来保证有限合伙人的投

资收益,并未违反《民法典》及《合伙企业法》的规定。

另外需注意的是,若合伙人与合伙企业、管理人及关联方进行对赌,是否违反金融监管关于私募基金不得保底保收益的相关规定。根据中国证监会颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》第15条的规定,私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。中国证券投资基金业协会制定的《私募投资基金备案须知》第13条规定,管理人及其实际控制人、股东、关联方以及募集机构不得向投资者承诺最低收益、承诺本金不受损失,或限定损失金额和比例。若对赌主体不是私募基金管理人及其实际控制人、股东、关联方,私募基金销售机构以及募集机构,就不受上述监管规定的制约;若因对赌而引发份额转让及收益差额补偿,因对赌条件本身存在或然性,其不是一种直接的、肯定的、必然的承诺保本保收益形式,因此,也不宜认定为承诺保本保收益。

其次,要区分差额补足条款是否涉及合伙企业财产分配。

差额补足条款以对赌权利人(有限合伙人,优先级投资人)投资持有的基金份额(合伙企业份额)为基数,按照预期收益率核算差额。根据《民法典》第969条的规定,合伙人的出资、因合伙事务依法取得的收益和其他财产,属于合伙财产。合伙合同终止前,合伙人不得请求分割合伙财产。那么在上述法律规定下,对赌权利人是否可以主张其对赌权利,要求对赌义务人支付差额收益。要区分以下两种情况:

一是对赌协议在有限合伙人与其他合伙人或者第三方之间签订,那么在私募基金有限合伙企业持续期间,对赌权利人要求义务方支付差额补偿,该金钱债务存在于私募基金有限合伙企业之外,资金并非来源于有限合伙企业,更非该有限合伙财产的分配,因此并未违反《合伙企业法》及《民法典》的相关规定。

二是若对赌协议的义务方是该私募基金有限合伙企业,或者资金实际来源于该有限合伙企业,则对赌权利人行使对赌权利、要求支付投资收益差额,因该资金属于有限合伙企业的收益,其实质是在合伙企业存续期间分配财产,显然有违《合伙企业法》及《民法典》关于合伙存续期间不得分配合伙财产的相关规定。

(三) 私募基金有限合伙对赌履行的条件研判

在司法实践中,对赌权利人要求对赌义务人履行对赌协议,支付基金份额(合伙财产份额)受让价款及差额补足款,对该类权利诉请的实际履行条件进行研判,需要关注以下几个方面的问题。

首先,份额转让是否需要进行合伙企业清算。《民法典》对此问题并未直接进行规定。第978条规定,合伙合同终止后,合伙财产在支付因终止而产生的费用以及清偿合伙债务后有剩余的,按照第972条规定进行分配。该条规定实际明确了合伙终止时需清算,但在合伙合同存续期间的合伙份额转让是否需要清算,《民法典》并未规定。对内转让是合伙人之间的交易,一般不会影响到合伙(企业)的对内事务管理,根据契约自由原则,《合伙企业法》对此也仅以通知有效原则加以规制。实践中,若对赌权利人(有限合伙人、优先级投资人)将其基金份额(合伙财产份额)全部转让,而由第三方(非该私募基金的有限合伙人)受让,尽管份额转让是在合伙人与第三方之间协议约定,但实际发生了该有限合伙人退伙及新有限合伙人入伙。根据《合伙企业法》第43条,新合伙人入伙,除合伙协议另有约定外,应当经全体合伙人一致同意,并依法订立书面入伙协议。订立入伙协议时,原合伙人应当向新合伙人如实告知原合伙企业的经营状况和财务状况。因此,对赌权利人全部对外转让其合伙份额,实质为退出合伙,依照《合伙企业法》规定应该进行清算,方能确定其持有的合伙财产份额(基金份额)的实际价值(收益)。但是这种份额对外转让也是基于对赌协议的权利义务双方的一致意思表示,同意按一定收益标准确定转让合伙财产份额(基金份额)的现值,转让双方之间就此达成合意,且份额转让价格不涉及合伙企业的收益,因此不必再经过合伙企业清算来确定转让的合伙份额(基金份额),清算非必需。

其次,差额补偿是否需要进行合伙企业清算。一般情形下,对赌协议约定的差额补偿条款中明确了对赌权利人获得差额补偿以其投资私募基金的实际金额为基数,按照预期(最低收益率),以实际投资天数计算应获收益,而并未以其持有的基金份额现值来计算差额。因此,在此类对赌诉请中,不需进行私募基金的清算,可以按照对赌协议的约定直接确定差额数额。若需以基金份额的现值来计算补偿金额,则必须

经过基金清算才能确定份额现值,进而确定差额金额。

我国就合伙法律制度形成了民事与商事的二元立法思路。《合伙企业法》规范合伙企业内外部关系,是关于商事合伙的特别规定,《民法典》增合伙合同一章,对民事合伙法律关系作出一般规定。围绕私募基金有限合伙企业进行的对赌,实质是在合伙企业框架下进行的投融资行为。因此,对该类案件进行审理研判时,应秉承公司型对赌纠纷的审判逻辑,要综合考量《民法典》及《合伙企业法》的相关规定,审查合伙协议是否认可对赌合同,从对赌的主体、对赌条件的指向、对赌对合伙企业利润分配的实质影响、合伙企业清算等方面进行综合判断,进而判断对赌的效力及履行条件是否成就。

(编辑:赵宇)