

## 从最高院案例再看合伙型私募基金保底安排效力的审判思路

**引言：**近年来，以有限合伙形式成立的私募基金在实践中常伴随有各类的保底安排，其中以有限合伙人之间的份额转让、差额补足最为常见。司法实践对合伙型私募基金中保底安排效力的认定一直备受瞩目，近期某最高院案例的判决结果使得前述保底安排又面临着新的挑战，最高院在该案中的审判思路值得关注。本文将围绕该案重新审视合伙型私募基金中前述两种保底安排的效力问题。

### 一、案例介绍及问题提出

#### （一）案例基本介绍

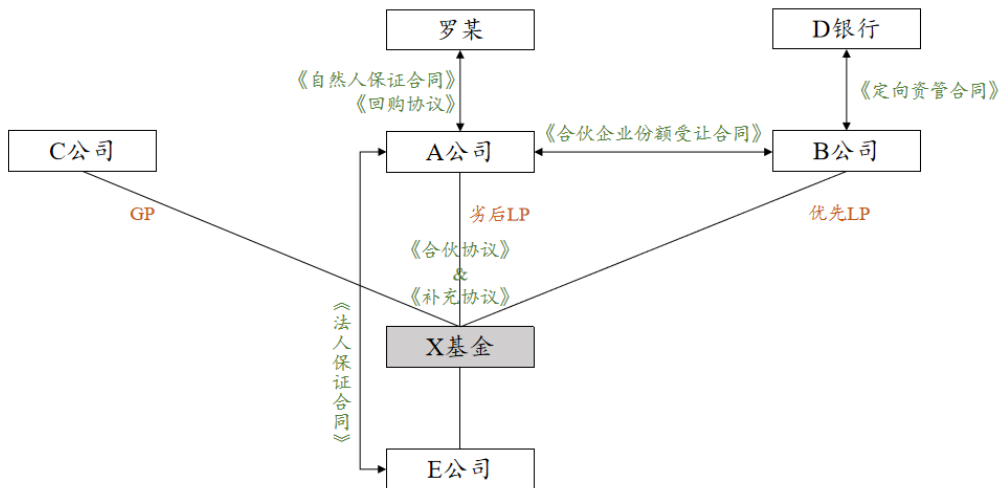
不久前，A公司诉B公司、C公司、第三人D银行、E公司的确认合同无效纠纷一案（简称“**最高院案例**”）进入公众视野。

根据公开信息，A公司（劣后级LP）与B公司（优先级LP）、C公司（GP）签订《合伙协议》及其《补充协议》，《补充协议》中约定优先级LP对合伙企业出资的前提包括《合伙企业份额受让合同》

及《法人保证合同》签订生效。随后，“X投资管理中心（有限合伙）”（简称“**基金**”）成立并完成备案，后基金财产名义上用作E公司增资扩股的投资款。

同时，E公司（保证人）与B公司（债权人）签订《法人保证合同》，约定为债务人在《合伙企业份额受让合同》项下的转让价款、溢价款偿付债务提供连带责任保证。A公司（受让方）则与B公司（转让方）签订《合伙企业份额受让合同》，约定：受让方有义务远期受让本合同项下转让方持有的全部合伙企业优先级有限合伙份额并支付溢价转让款。此外，罗某（E公司法人）与A公司、E公司签订《回购协议》，约定：罗某必须无条件回购A公司通过基金所持有的E公司全部股份；《合伙企业份额受让合同》中约定由A公司支付的溢价款，由E公司支付。

本案当事人之间的交易结构如图所示：



从上述案情及交易结构图看，该案涉及的劣后级 LP 受让优先级 LP 份额在合伙型私募基金中是一种较为常见保底安排。然而，最高院最终却认定各方当事人之间包括保底安排在内的一系列协议构成通谋虚伪意思表示，实质性地否定了该案中份额转让保底安排的效力。<sup>1</sup>那么，司法实践在认定此类保底安排的效力时究竟会考察哪些因素？最高院案例的审判思路又会为后续类案带来哪些指导意义？

## 二、最高院案例对份额转让类保底安排效力的启示

LP 之间的份额转让协议往往约定，在一定情况下，劣后级 LP 需按照投资本金加收益的价格受让优先级 LP 所持有的基金份额。此类份额转让协议一般独立于《合伙协议》或《基金合同》等投资协议或者以补充协议的形式出现，触发条件一般为投资人无法收取足额投资本金/收益或基金发生亏损，

通过该类约定实现对投资人投资权益的保障。

### 1、此前司法实践的主流观点认可份额转让保底安排的效力

份额转让与股权投资业务中常见的对赌协议下原公司股东或者实际控制人对投资人的回购义务相似，与司法判例支持公司原股东与投资者对赌安排相似，在此前的司法实践中，法院的主流观点认可份额转让保底安排之效力。支持劣后级 LP 对优先级 LP 的份额进行回购的理由主要有：（1）相关约定是当事人之间的真实意思表示，未违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效，对当事人具有法律约束力。（2）优先级 LP 基于与劣后级 LP 就投资保障所达成的协议享有的合同权利系“结算本息”，对应劣后级 LP 负有的合同义务系“保底责任”，这并不属于合伙企业利润分配约定，而是商事投资领域当事人之间自愿作出的风险分担，不属于违反私募基金利益共享、风险共担的基本原则的情形。

<sup>1</sup> 需要说明的是，最高院在判决主文中仅确认当事人之间的《合伙协议》及其《补充协议》无效，并未直接判决确认案涉《合伙企业份额受让合同》无效。从判决书的相关内容看，我们推测是由于《合伙企业份额受让合同》约定了是不同的法院进行管辖，考虑到审理范围的

限制，判决主文最终仅明确了《合伙协议》的效力。但是从最高院的说理部分看，明确了各方当事人之间的一系列协议构成通谋虚伪意思表示。

## 2、 最高法院案例的启示：效力判断的综合考察因素

仅从最高法院案例的结论来看，该案的认定与此前主流司法观点似乎截然不同。但剖析该案，关于合伙型私募基金中份额转让保底安排的效力，法院考量的核心因素仍是当事人的真实意思，即外在表现的合伙投资、份额转让是否构成通谋虚伪意思表示。结合案例研究的情况，笔者认为可能影响份额转让效力的主要考察因素应包括：

(1) 是否设定触发条件？本质上来说，保底安排是一种当事人之间对投资风险的再分配，此种投资风险的发生即劣后级 LP 保底义务的触发条件——具体而言表现为特定的经营成果或其他目标未实现，诸如在一定期间内达到预期盈利、完成重大项目或目标公司上市等。由于触发条件的发生具有不确定性，依然存在特定目标能够达成的可能，此时优先级 LP 和劣后级 LP 之间的保底安排则不会被实际执行，仍是共同承担基金的风险、分享基金的收益。在这种设定了触发条件的情况下，法院往往认为当事人之间具有真实的投资意图。<sup>3</sup>

然而，在缺少触发条件的情况下，法院的认定则可能不同。最高法院案例中，B 公司和 A 公司之间并未约定份额受让的触发条件，而是在签订协议的最初约定自投资开始三年届满日，A 公司需要履行无条件份额受让的义务。鉴于最高法院案例中明确约

定了劣后级 LP 履行保底义务的期限，因此法院认定“B 公司签订案涉《合伙协议》及《补充协议》时真正意思表示并非设立合伙企业，成为合伙人，通过合伙企业生产经营取得合伙收益、承担合伙风险。而是将持有的合伙企业财产份额全部转让给 A 公司，并约定三年内以所谓溢价率的名义按季度收取固定回报”。

(2) 合伙目的是进行投资还是为了底层融资（即名股实债）？对于该因素的考量，首先往往需要对交易条款以及各项协议之间的签订时间先后和内在联系进行认定。例如，最高法院案例中，法院认为 B 公司签订《合伙协议》及《补充协议》的前提是《合伙企业份额受让合同》的签订与生效，故将几份协议整体理解为“B 公司成为合伙人的前提是转让合伙企业财产份额退出合伙企业，这两者明显存在冲突”，进而认定 B 公司的“真实意思表示并非成为合伙人，分享合伙企业投资收益，承担合伙企业风险，而是以设立合伙企业的同时转让合伙企业财产份额并收取固定溢价款形式变相实现还本付息的借贷目的”。此外，也可结合当事人之间整个的交易背景、结构和磋商沟通情况进行认定。例如，最高法院案例中，虽然表面上基金财产是用作 E 公司增资扩股的投资款，但由于存在相关判决查明各方当事人是基于为促成 E 公司向 D 银行融资目的而签订系列协议、E 公司法定代表人承诺无条件回购私募基金持有的股权等事实，为认定当事人之间存在明显的借贷意图提供了依据。

<sup>2</sup> 参见最高法院(2020)最高法民终 904 号、北京高院(2020)京民终 114 号、浙江高院(2020)浙民终 548 号、广东高院(2019)粤民终 805 号、江西高院(2019)赣民初 60 号等。

<sup>3</sup> 例如，在上海金融法院发布的某经典案例中，被告（B 类合伙人）承诺在合同约定的情形发生时，无条件受让原告持有的基金份额。约定的受让情况包括：在特定期限内，被告实际控制的上市公司收购标的公司未获得审批机关批准或上市公司未完成收购标的公司等。法院认

为：“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……法律并未禁止合伙人之间的合伙财产份额转让，对赌内容未违反《合伙企业法》规定的利润和亏损分配原则，也未违反《私募投资基金监督管理暂行办法》第十五条关于私募基金管理人、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，未存在民事法律行为无效之情形，故该合同应为有效合同。”

(3) 投资后是否存在周期性提供固定收益的行为？借贷关系的本质特征是以本金为基数，按约定的利率计量利息，保证债权人到期能够收回本金，借款期间内能够收取固定利息收入。因而如果在“投资”后存在劣后级 LP 或合同约定的其他第三方向优先级 LP 周期性提供固定收益的行为，则该种固定收益很可能会被认定为利息，作为当事人之间真实意思是借贷关系的佐证。例如，最高院案例中 A 公司根据《合伙企业份额受让合同》约定的溢价率和所规定的时间按时向 B 公司支付溢价款，且第一笔溢价款支付的时间与《合伙企业份额受让合同》签订日期仅差 15 天，间接说明溢价款并不与经营业绩挂钩，性质上更偏向于固定利息收益。

### 3、 份额转让保底安排被认定无效后的处理

我们注意到，最高院案例中法院虽然认定《合伙协议》及《补充协议》无效，但由于当事人并未就案涉协议无效的后果提出相应诉讼请求，法院仅表示“可以就此依法另寻途径救济”。司法实践中，针对表面协议系通谋虚伪意思表示、实为借贷关系的情况，如何处理也会因个案情况而有所差异：

#### (1) “借贷关系”的具体认定

“名为投资实为借贷”的认定并不仅限于合伙型私募基金有限合伙人之间的法律关系中，也常见于其他领域，<sup>4</sup>在法院认定当事人之间的投资关系无

效，而真实意思表示是成立借贷关系后，就需要对借贷关系的具体认定作出回应。

首先，关于借贷关系当事人的认定。最高院案例中，被隐藏的真实意思表示为借贷关系，但借贷关系究竟存在于哪两方当事人之间？结合整体的交易过程不难发现，穿透中间的通道安排后，实际债权人似乎是 D 银行，实际债务人为 E 公司。<sup>5</sup>因此在个案中，对借贷关系当事人的认定直接决定了债权人的权利行使对象、权利获得实现的可能性等，特别是在通道安排的参与方未被认定为借款人、实际借款人履约能力有限时，借贷关系中债权人将面临资金回收的风险。

其次，关于利率的认定。司法实践中对此问题的认定并不统一，法院可能认可当事人之间约定的收益率作为借贷利率，<sup>6</sup>也可能判决按照中国人民银行同期同类贷款基准利率（2019 年 8 月 20 日起，人民法院裁判贷款利息的基本标准改为全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率）计息。<sup>7</sup>当然，如果构成民间借贷的，法院还会根据法律允许的上限对当事人约定的过高利率进行调整。<sup>8</sup>根据 2021 年 1 月 1 日生效的最新版《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第二十五条之规定，人民法院支持的约定利率上限由原来的 24% 调整为“合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍”。

<sup>4</sup> 参见最高院(2019)最高法民终 793 号、(2019)最高法民申 4490 号、苏州中院(2020)苏 05 民终 7722 号、重庆五中院(2020)渝 05 民终 4541 号、北京二中院(2018)京 02 民终 1077 号案例。

<sup>5</sup> 该案实际用款人为 E 公司，《合伙企业份额受让合同》中约定由 A 公司支付的溢价款也一直由 E 公司实际支付，A 公司仅提供过账帮助。同时，B 公司的出资来源于 D 银行。

<sup>6</sup> 例如，在(2020)苏 05 民终 7722 号案例中，法院认为：“陈 x 并不承担 xx 创投中心的亏损，合作期满后 xx 创投中心负有归还 200 万元并支付收益的义务，上述权利义务特征符合借款合同的法律特征……现协议所约定的借款期限已届满，故科嘉创投中心应返还陈洁借款本金 200 万元并支付利息 30 万元……陈 x 可自期限届满后的第 11 日起主

张逾期还款利息，标准可按照借款期限内的利息标准，即年利率 10% 计算。”

<sup>7</sup> 例如，在(2018)京 02 民终 1077 号案例中，法院认为当事人之间成立民间借贷关系，但在判决时并未按照约定的“年均总收益率前两年不低于 11%/年，后三年不低于 15%/年”为计息依据，而是判决“按照中国人民银行同期同类贷款基准利率计算”。

<sup>8</sup> 例如，在(2019)最高法民申 4490 号案例中，法院认为：“因本案双方之间系民间借贷关系，故《合作协议》中 750 万元保底利润的约定，实为双方对利息的约定，而该利率已经超出了法律允许的范围，故原审依据《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》，将案涉借款利率调整为 24% 适用法律并无不当”。

(2) 劣后级 LP 是否需承担合同无效后的损害赔偿赔偿责任？

根据《民法典》第一百五十七条的规定，合同无效后，当事人应当返还取得的财产或折价补偿，有过错方应当赔偿对方因此受到的损失。由于劣后级 LP 与优先级 LP 之间的协议安排被确认无效，若劣后级 LP 或整体法律关系中的第三方被认定为有过错的（如劣后级 LP 参与主导、设计通过私募基金形式为底层融资的），则不排除需要就因此给优先级 LP 造成的损失承担相应赔偿责任的可能性。

### 三、 最高法院案例对差额补足类保底安排效力的启示

差额补足协议往往约定在未达到投资目标时，针对预期目标与实际获得投资回报之间的差额部分，劣后级 LP 需按照约定向优先级 LP 补足差额。通过设定一定的差额补足义务，同样保障了投资者本金和收益的实现。

#### 1、 最高法院案例明确《九民纪要》相关规定不适用于合伙关系

最高法院案例发布前，理论和实务界存在一种观点，认为私募基金属于信托关系，可以直接适用《九民纪要》第 90 条进行效力认定，进而径行认定私募基金中的差额补足条款应当被法院支持。而最高法院案例中，法院明确提出：“九民会纪要第 71 条、第 89 条、第 90 条、第 93 条规范对象均既非合伙也不是借贷，与本案争议法律关系性质并不一致”，以此明确了《九民纪要》相关规定不直接调整合伙关系。

可以预见，未来针对合伙型私募基金保底安排效力的案件，法院在裁判时也会受此观点影响，谨慎适用《九民纪要》相关规定进行裁判。

#### 2、 《合伙企业法》对合伙型私募基金中差额补足安排效力的影响

差额补足条款可能因为违反《合伙企业法》第 33 条（包括第 69 条）“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”的相关规定而无效。<sup>9</sup>本条规定的核心在于差额补足安排是否会被认定为由劣后级 LP 承担全部亏损，从而无效。

有观点认为，可以通过差额补足安排与《合伙协议》的签订顺序来判断二者之间是相互独立还是构成统一整体，并据此认为当构成独立协议时，差额补足安排不属于合伙协议的一部分，可以规避《合伙企业法》第 33 条的规定。我们认为，在司法实践中，审判人员越来越倾向于从全局、整体上把握当事人之间的法律关系和真实意图，往往会运用穿透思维探知法律关系的实质，签订顺序或协议形式可能难以成为决定性的考量因素。

对于差额补足安排是否会因违反《合伙企业法》第 33 条而无效，司法实践对此问题尚未取得统一认识。结合我们此前办理类似案件的经验，我们认为这很大程度上取决于差额补足条款的具体内容。如果相关条款明确，在私募基金投资项目发生亏损的情况下，仍需要将合伙企业可分配资产先行分配给优先级 LP 以满足其收回实缴出资额并享有固定收益，且劣后级 LP 需要在此基础上继续承担差额

<sup>9</sup> 《中华人民共和国合伙企业法》第三十三条：合伙企业的利润分配、亏损分担，按照合伙协议的约定办理；合伙协议未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。

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。

第六十九条：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。

补足义务的，很可能被认为相关条款直接约定了由部分合伙人承担全部亏损，因此该等条款而无效。相反，如果相关条款仅挂钩合伙企业经营状态而未明确合伙企业亏损由部分合伙人承担的，则劣后级 LP 承担差额补足义务很可能被认定为有限合伙人之间就部分亏损的再分配进行了重新约定，该种重新约定并不必然违反《合伙企业法》第 33 条的规定。

#### 四、 结语

综上所述，合伙型私募基金中有限合伙人之间

有关份额转让或差额补足的保底安排效力认定往往存在复杂的考量因素和不同的利益平衡，无论是在交易前期的磋商过程、交易过程中的条款设计及表述、交易后的收益支付及条款执行等问题都错综复杂，每一个环节都可能影响实践中法院对当事人之间真实意思和法律关系的认定。在交易全过程，无论是优先级还是劣后级合伙人，都应当对可能存在的风险和后果保持充分的警惕，必要时应及时寻求专业法律服务人员提供意见与建议，进行有效的风险规避以维护和保障自身权益。

朱嘉寅 合伙人 电话：86 21 2208 6252 邮箱地址：zhuji@junhe.com

王 锦 律 师 电话：86 21 2208 6169 邮箱地址：wangj\_Roxanne@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

