

## 私募股权基金中差额补足的法律路径

### 一、差额补足的性质

在私募股权基金中，差额补足通常是作为增信措施来保障投资人的本金及收益，或保障整个私募基金的投资收益。有实务工作者将其定性为保证担保，也有认为属于债务加入，甚至赠与、独立合同义务等等。笔者认为，差额补足本身不属于有名法律概念，而是顺应实践的需求产生的，当事人之间自己打造的交易安排。这种具体法律关系可能归属于物权法范畴，也可能归属于合同法范畴，需取决于当事人之间合意的内容而定。

#### （一）差额补足可以是保证担保

很多实务界人士认为差额补足天然表现为保证担保，或者将差额补足与保证担保视为一体。差额补足确实普遍地呈现出保证担保的形式。在徐秀珠诉红樟(上海)股权投资基金管理有限公司保证合同纠纷案【(2015)浦民一(民)初字第30542号】中，原告与被告及案外人嘉兴红樟合伙企业三方签订了基金投资合同，约定原告投资期限为2年，预期年化收益率为12%。2012年11月2日，原告向该基金专户汇款310万元。同日，被告向原告出具不可撤销保证函，承诺在保证本金安全，且其收益若未达到合同中相应的税后预期收益情况下，不论发生任何形式，被告均承担差额补足责任。法院认为，依法成立的合同，对当事人具有法律约束力，当事人应当按照约定履行自己的义务。本案中，基金管理人保证付款的期限已到期，应当履行付款责任。有实务工作者将法院支持原告的判决理解为法院将差额补足责任认定为保证担保。这是因为基金管理人出具的不可撤销保证函，名字中包含了“保证”，内容也包含了“本金”的字样，基金管理人承担保证责任的意思表示较为清晰，因此法院将差额补足义务认定为保证担保。事实上，首先，法院判决的依据并非对保证担保的认定，而是对依法成立合同的认定，是对不可撤销保证函中双方合意内容的认定；其次，保证担保是一种债的担保，得有债权债务关系的存在，原告通过基金投资行为所构成的法律关系是否可以认定为原告与基金管理人之间的债权债务关系尚存困扰，因此，笔者认为法院的判决

的依据是合同义务而非保证义务。

虽然上述案件并非以保证形式作出的差额补足，但在实践中，以保证形式作出差额补足的情况并不少见。中国长城资产管理公司贵阳办事处与贵州利安房地产开发有限公司、安顺恒法投资有限公司等债务转移合同纠纷案中，长城贵阳办、华能信托、利安房开约定华能信托发行“华能信托·安顺‘中环商业广场’项目收益权投资集合信托计划”，将募集的优先级信托资金投资于利安房开开发的“华能信托·安顺‘中环商业广场’”项目。约定优先级投资收益=当日投资价款余额 $\times$ 19%/365，由利安房开支付。后续约定利安房开对《特定项目收益权投资合同》项下应付未付款项（包括但不限于特定项目收益款）承担差额补足义务。为保障华能信托与利安房开签订的《特定项目收益权投资合同》及《债务清偿协议》的履行，华能信托分别与利安房开、恒法公司、何波签订了担保合同。后利安房开欠华能信托投资价款本金1亿元。最终，法院认为，当事人之间的各项合同真实有效，包括债务重组协议、抵押合同、股权质押合同、连带保证合同等，对债务人、 $\times\times$ 、出质人、保证人的权利义务进行了明确约定，因此支持了原告的诉讼主张。不难看出，法院判决的核心部分并没有提及差额补足，而是将其具体化在抵押、质押和连带保证上。这也是因为本案中存在明确的各种物上担保、保证担保合同。因此，本案中，差额补足外化成包括抵押、质押、和连带保证在一起的担保物权、担保债权的混合体。

## （二）差额补足可以是物上担保

以物上担保存在的差额补足十分常见，特别是在信托公司与房地产公司合作的过程中。例如中诚信托有限责任公司诉佳兆业集团（深圳）有限公司等信托纠纷案【(2015)二中民(商)初字第02146号】中，法院认定：就佳兆业集团公司的差额补足义务，中诚信托公司与佳兆业集团公司签订了编号“2013年中诚信托广州佳兆业1号股权投资集合信托差补01号”的差额补足协议。雅翔房地产公司以编号为“穗府国用(2013)第14110010号”的《国有土地使用证》项下国有土地使用权向中诚信托公司进行了抵押担保；广东佳兆业公司以其持有的雅翔房地产公司的51%股权向中诚信托公司进行了质押担保。此案中，差额补足外化为担保物权中的不动产抵押担保和权利质权。

## （三）差额补足可以是债的加入

实践中很多人认为差额补足可以以债的加入的方式出现，有人举例信达公司石家庄办事处与中阿公司等借款担保合同纠纷案【(2005)民二终字第 200 号】，该案终审判决中，法院指出，判断一个行为究竟是保证，还是并存的债务承担，应根据具体情况确定。如承担人承担债务的意思表示中有较为明显的保证含义，可以认定为保证；如果没有，则应当从保护债权人利益的立法目的出发，认定为并存的债务承担。并存的债务承担与保证担保这一点殊值重视，一般来讲，认定为并存的债务承担对债权人的保障力度更大。

在私募股权基金中，要认定某差额补足协议实质上是债的加入面临三个困境：第一，对私募股权基金的投资很难被认为是债；第二，债的加入是对某一出资人全部本息收益的补足还是仅就其差额部分，前者在清偿上没有顺序可以被认为类似是连带保证责任，而后者则呈现出一般保证责任的特征；第三，债的加入必须是原债权债务法律关系的第三人加入，劣后级出资者自己提供的差额补足措施不能被认定为是债务加入。

#### （四）差额补足可以是其他合同类型

例如在张伟与惠民兴业（北京）投资基金管理有限公司等合伙协议纠纷一案【(2015)海民(商)初字第 26724 号】中，张伟与惠民公司约定：张伟系有限合伙人，惠民公司系普通合伙人；张伟投资北京七环-南台小区安置房（平房改）项目基金；《合伙协议》附件约定：如果盛世地产在合伙人投资到期之日未能达到《合伙协议》约定的预期收益，惠民公司同意收购合伙人的初始入资金额所对应的股权，兑现合伙人入资所产生的本金和预期收益。本案中，人民法院认为惠民公司与张伟签订的《合伙协议》及其附件有效，根据《合伙协议》及《股权收购承诺书》的内容，对原告请求返还本金及收益的请求予以支持。本案中的被告对原告的差额补足很显然不是债的加入、也不是保证担保，更无所谓物上担保，这种法律关系发生效力的根源在于当事人的合意。

#### （五）差额补足在实践中可以是多种形式

如前例所属，差额补足在实践中可以外化为不动产抵押和权利质押的结合，同时，它也不排除其他保证措施和担保方式，甚至当事人之间合意打造的补足措施，比如通过附条件合同缔结的种种保障措施等等。

## （六）小结

差额补足不能直接被认定是担保债权，因为在差额补足诞生的法律关系中，债的关系都不一定有；差额补足不能直接被认定是担保物权，因为在差额补足关系中，不一定有担保或质押关系的出现；差额补足更不能被直接认定为债的加入，这种并存的债的负担需要有明确的意思表示。但是差额补足无疑是有效力的，差额补足本身作为当事人意思一致的结果，在很多情况下并不需借助其他法律关系实现其目的，而很自然地最终归属、挂靠在某一种特定的法律关系上。但是，差额补足不是不受限制的，它要受到自身所处的法律背景，比如有限合伙、信托计划、公司，和自身所处的具体法律关系，比如表现为附条件合同的差额补足协议的规范。

## 二、私募股权投资基金中的差额补足

对于私募基金，监管部门已明确不得发行保本、保底私募基金，并频繁强调资产管理的实质是“受人之托，代人理财”，呼吁回归“卖者尽责、买者自负”的受托理财本质。在《私募投资基金监督管理暂行办法》、《私募投资基金募集行为管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》等规定中，承诺保本保收益行为均被明确禁止。这一点是否会影响私募股权投资基金中的差额补足呢？笔者认为，首先，证监会出台的上述办法主要是规范私募基金管理人、私募基金销售机构违规向投资者承诺保本保收益的情况，而并非本文讨论的私募基金投资者之间，或第三人向私募基金投资者提供差额补足的情况；第二，虽然《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》中禁止直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，包括但不限于在结构化资产管理计划合同中约定计提优先级份额收益、提前终止罚息、劣后级或第三方机构差额补足优先级收益、计提风险保证金补足优先级收益等行为，但是该条规定只禁止了证券期货经营机构设立结构化资产管理计划，而对以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业的行为并未禁止，并且，资管计划内部不能结构化补足，但是资管计划之间应当可以；第三，上述系列规定基本上都是以《证券投资基金法》和《私募投资基金监督管理暂行办法》为范本制定，对私募基金的范围皆限定在“以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金……非公开募集资金，

以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其登记备案、资金募集和投资运作适用本办法。”也就是说进行投资活动为目的的契约式私募股权基金不适用上述这些办法，也不需要遵守相关规定。一般来讲，私募股权基金有三种形式，公司型、契约型、有限合伙型。

#### （一）公司型私募股权基金

依照《私募投资基金监督管理暂行办法》，公司型私募股权基金应遵循该《办法》第十五条的规定，“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。”事实上，在股东满足实缴注册资本的要求，没有发生刺破法人面纱理论导致的人格混同，依照现有法律，由私募基金管理人，私募基金销售机构之外的其他股东或者第三人对该一股东的本息收益提供差额补足是可行的。只是公司型私募股权基金天然具有双重征税的弊端，并非目前主流的基金形态。

#### （二）契约型基金

契约型基金的投资人，通过签署由基金管理人拟定的基金合同来设立投资基金。所谓投资基金，只是基于合同形成的集合自益信托法律关系的代称，不具备独立的法律主体资格。相对而言，这种契约型基金受到的管制最少，不用受证监会各种规章制度的限制，最能体现当事人的意思自治。

然而，对契约型基金的差额补足也并非万无一失。虽然新颁布的《民法总则》已经剔除了之前《民法通则》关于联营的规定，但是《民法通则》并未被明确废止这些规定，两者相冲突的部分可以依照新法优于旧法的规则处理，但是新法未规定，而旧法有规定的问题则较为复杂。《最高人民法院关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》也未明确废止，该《解答》第四条明确指出：（一）联营合同中的保底条款，通常是指联营一方虽向联营体投资，并参与共同经营，分享联营的盈利，但不承担联营的亏损责任，在联营体亏损时，仍要收回其出资和收取固定利润的条款。保底条款违背了联营活动中应当遵循的共负盈亏、共担风险的原则，损害了其他联营方和联营体的债权人的合法权益，因此，应当确认无效。联营企业发生亏损的，联营一方依保底条款收取的固定利润，应当如数退出，用于补偿联营的亏损，如无亏损，或补偿后仍有剩余的，剩余部分可作为联营的盈余，由双方重新商定合理分配或按联营各方的投资比例重新分配。（二）企业法

人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期收取固定利润的，是明为联营，实为借贷，违反了有关金融法规，应当确认合同无效。除本金可以返还外，对出资方已经取得或者约定取得的利息应予收缴，对另一方则应处以相当于银行利息的罚款。

金融信托投资机构作为联营一方依法向联营体投资的，可以按照合同约定分享固定利润，但亦应承担联营的亏损责任。最高人民法院的解释十分详细，按照这一解释，如果契约式基金的契约被认定为联营合同，有可能遭遇合同无效的结果。但是，第一，该解释并未禁止金融信托机构作为联营一方获取固定收益；第二，联营是指企业之间或者企业、事业单位之间联营，而契约式基金的缔约方应当包括自然人、法人和其他组织，即：自然人、资管计划、信托计划作为一方参与设立的契约式基金不能被认定为联营合同；第三，联营出现在《民法通则》中，是限于当时的经济社会发展程度和立法技术的制度，目前《民法总则》将民事主体重新规定为自然人、法人和非法人组织，必有其道理。实质上，《民法总则》已经剔除了有关联营合同的规定，将其内容交由《合同法》规定，差额补足在《合同法》中，需要探究的只是这一规定是否体现了当事人真实的意思自治，且不违法国家法律法规的规定。

### （三）有限合伙型私募股权基金

有限合伙型私募股权基金因其结构的灵活、再次融资的可能和税收上的优惠等特征，在私募股权基金领域发挥了越来越大的作用，特别是在上市公司并购领域，几乎所有并购基金都是以有限合伙的形式出现。采取有限合伙制，在遵守《证券投资基金法》的同时，也要遵循《合伙企业法》的规定。一方面，《证券投资基金法》第三条规定，通过非公开募集方式设立的基金的收益分配和风险承担由基金合同约定；另一方面，《合伙企业法》第33条规定，合伙协议不得约定由部分合伙人承担全部亏损。因此，有限合伙型私募股权投资基金在法律层面受到的限制与契约型和公司型有所不同，实践中，对于有限合伙型私募股权投资基金中差额补足的争议一直存在。

目前，虽然在当事人合同中明确规定差额补足的情况下，法院普遍会做出支持性裁判，但是有限合伙型基金中差额补足条款的存在仍然可能存在法律瑕疵。

实践中可以考虑的方式主要有以下几点：

1. 信托计划作为有限合伙企业的有限合伙人，在信托计划内部结构化处理，以实现保障优先级出资人的目的。因为不需要受制于证监会各项管理规定的限制，这个办法在目前看来是最为稳妥的办法之一。

2. 在《合伙协议》外约定差额补足措施，比如签订承诺函、担保函、差额支付协议等，这一措施较为简单，也被广泛使用，但终究是违背立法目的的，在解释论上存在一定瑕疵。同时，如果采取承诺函的形式，承诺函是差额补足义务人的单方法律行为，依照我国《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第二十二条规定，第三人单方以书面形式向债权人出具担保书，债权人接受且未提出异议的，保证合同成立。目前，金融市场中已经出现了承诺函撤销的情况，最高法院也曾作出支持承诺函撤销的判决。[[最高人民法院(2014)民四终字第37号]]承诺函作为一个单方法律行为，特别是由政府机关出具的承诺函往往条文简单，解释空间较大，稳妥起见，还是以充分体现当事人各方意思自治的差额支付协议为好。

3. 由第三人在有限合伙关系之外对优先级有限合伙人的本息收益承担差额补足责任，该方案较为稳妥，第三人一般为劣后级有限合伙人的大股东、实际控制人或者其他关联方，比如上市公司为其参与有限合伙的子公司，此外，有人认为，可以由普通合伙人来承诺保障有限合伙人本息收益，笔者认为，这也是违背《合伙企业法》第33条规定的。

4. 由普通合伙人、其他有限合伙人或其他主体与优先级有限合伙人签订远期回购协议，如，可约定LP入伙满两年后，可以在约定的退伙转让期间内向GP或其他特定人提出转让所持合伙份额的要求，购买人应按照某固定收益率溢价受让该份额。这种做法在实践中运用的也比较广泛。作为一个远期合同，其生效主要取决于当事人真实意思的表达和《合同法》的规定，在操作上，可以处理为附条件合同，附始期合同等多种形式，有赖于根据具体情况制定详细规定。

5. 可以由优先级份额实际出资人作为特定信托计划的委托人，以信托计划作为优先级有限合伙人，在信托计划发生亏损时，由劣后级有限合伙人直接向信托计划委托人差额补足补偿。这种做法其实也是出资主体、补足主体之间的变换，可以衍生出很多种变体。

差额补足并非一个固定的法律概念而仅仅是一个交易安排，具体表现是多元的，同时也会与多元的其他方式相嵌套运转。在运转的过程中，托身于不同的载体就需要受到不同监管规则的制约，也就对应不同的解决办法。不能一刀切地认为差额补足不符合监管规定，或者一概于法有据。差额补足在实践中是否能真正做到，能否得到法院的支持，全赖差额补足协议文本的具体规定。