

境外私募基金募集与运营 法律实务指南

(蓝宝石)



競天公誠律師事務所

JINGTIAN & GONGCHENG

2020年3月版

《蓝宝石》撰写简介

本《蓝宝石》撰写总负责人王勇先生，专业从事投资基金/资产管理及PE/VC法律业务近20年，是最早从事私募基金业务的中国籍律师之一，同时亦为美国特许金融分析师（CFA）和特许另类资产分析师（CAIA）。王勇先生曾在三家国际律师事务所（高伟绅、凯易、GT国际律所）的纽约、芝加哥、中国办公室工作9年，并担任国际律所纽约总部的权益合伙人。王勇先生多年连续被《钱伯斯（Chambers）》《国际金融法律评论（IFLR）》《全球律界名人录（Who's Who Legal）》《亚洲律师（The Asian Lawyer）》《亚洲顶级律师（Asialaw Leading Lawyers）》《Asialaw Profiles》《Legal500》《商法杂志（CBLJ）》《Legalband》和《银行、金融、交易法律全球顶级律师指南（Global Expert Guides for Banking, Finance and Transactional Law）》评为中国投资基金、创业投资领域的第一等级律师。王勇先生担任上海市金融办QFLP和QDLP试点项目专家评委、厦门市政府产业基金等地方引导基金专家评委、保险资产管理协会入库专家及中保协的首届股权投资计划及私募基金评估专家、亚洲地区美元基金GP募资路演专家评委、业内知名私募基金IR培训课程导师等职务，亦经常受托为证监会、基金业协会等监管机构和行业自律组织的立法立规提供咨询意见。

竞天公诚拥有一支由数十位专职基金律师组成的投资基金团队，团队成员的基金设立经验覆盖1,600多只基金（包括境内基金、境外基金及跨境基金），包括1,000多只人民币基金和近600只离岸基金，募集资金超过等值1,000亿美元，基金类型和专注行业涵盖PE/VC/对冲/母基金/PE接盘/GP占股/地产/物流/夹层/基建/医疗/能源/文娱/不良资产等，地域上覆盖中国几乎所有省份和美国、欧洲、开曼、BVI、百慕大、中国香港地区、中东地区（如阿布扎比）等全球主要离岸基金设立地。2019年9月，竞天公诚荣获国际知名法律出版集团ALM旗下的《中国法律与实务（China Law & Practice）》授予的年度最佳中国投资基金团队奖。

竞天公诚是一家专注于中国及跨境私募基金、投融资/并购和资本市场等业务的一线中国总部律所，是著名的“红圈八所”之一，拥有185位合伙人和400多名法律专业人士，在北京、上海、深圳、成都、天津、南京、杭州、广州、三亚、香港等十地设有分所。

序言

“多年以后，面对行刑队，奥雷里亚诺·布恩迪亚上校将会回想起父亲带他去见识冰块的那个遥远的下午。”不同于拉丁美洲带着魔幻现实主义的“百年孤独”，当克里斯托弗·哥伦布在遥远的1492年第一次踏上中美洲加勒比海上的领土，他不会想到，自己在有限的业绩记录（track record）支撑下而向西班牙皇室募集资金以资助其个人的航海计划的行为，会被后人认为是私募投资基金的起源。

这当然可能只是后来人的一句调侃。当美国面向社会不特定公众发行的所谓“共同基金”（mutual fund）自豪宣称其历史可追溯至荷兰王室威廉一世国王1822年发起设立的投资公司时，美国私募股权投资基金的真正雏形和历史也许只能回溯至二战后的二十世纪四五十年代。受战后重建的积极影响，一批新兴技术企业开始不断涌现。人们很快发现，这些企业的快速扩张需要长期资本支持，而银行的特性决定了其无法在常规业务领域内为此类企业提供有效驱动，此时有一类既能为企业提供长期资本，又能提供管理和经营意见的产物——私募投资基金应运而生。1946年，创业投资（venture capital）领域公认的鼻祖美国研究与开发公司（American Research and Development Corporation）由哈佛大学商学院乔治·多里特教授等人发起设立并横空出世，自此拉开了美国七十年创投历史的大幕。

如今，无论中国境内还是境外的私募股权投资基金，均已产业迭代创新、经济发展的强有力助推器。而在这一行业中，美国的优势地位仍然无可撼动。根据Preqin2019年第三季度VC/PE报告，2019年第3季度全球募集交割的基金中，北美市场的基金达到155只，亚洲市场为59只，欧洲市场为31只，其他地区15只。相应的，持有美元的大型机构投资人依然是众多私募管理者们心向往之的募资对象。境外大型机构投资人的市场广阔，且多数为长线资金，资金来源稳定，与私募投资基金所需要的长期性不谋而合。对于许多中资背景的管理机构而言，为何募集境外私募基金也许是个伪命题，真正需要厘清的，是如何获得那些美元投资人的青睐，如何在市场上有效募集并运营境外基金。

2018年以来行业周期的变化促使越来越多的本土机构试水境外美元基金。清科研究中心分析认为，2018年境外基金募集金额之所以不断增长，一方面受到人民币基金市场政策趋严的影响，另一方面以养老金、主权基金为主的境外投资人增加其对于新兴市场尤其中国市场的资产配置比例也是重要原因。

2019年的“募资难”则进一步加剧了上述趋势。根据投中研究院2020年1月发布的《2019年VC/PE年报：VC/PE市场募资举步维艰，投资回归价值本源》，受监管政策趋严等的影响，2019年，头部机构外的大多私募管理人的募资进程都受到了较大的影响，人民币基金仍处于已持续数年的资本寒冬困境。相比之下，由于美元基金币种的投退优势，“市场对美元基金信心相对更加充足”。从2019年募资规模前10位的基金来看，70%为美元基金，“超大规模美元基金层出不穷”。根

据Preqin于2019年12月发布的《Preqin市场焦点：大中华区创新经济迎来私募创投新机遇》的报告，如果说2008至2018年这十年间募资市场由银行、地方政府和企业等国内投资者以人民币基金为主导，近年来国内信贷条件的收紧以及各方面政策因素，已促使中国境内基金管理人向外寻求新的资金来源，“这也导致了美元基金在2018年和2019年呈持续上涨的态势”。对于许多中资VC/PE机构而言，将目光投向境外，转而尝试双币种甚至多币种驱动的模式也许是应对募资困境的一剂良方。

竞天公诚律师事务所王勇律师团队多年以来一直活跃在境内外私募基金领域的最前沿，为国内外数百家基金客户、资管公司和产业公司筹集和组建了上千只的境内外基金/资管产品。在积累大量实践经验的同时，我们团队亦笔耕不辍，累计撰写了上百篇与境内外基金相关、覆盖全产业链的评述性文章。

本《蓝宝书》共分为7章34小节，从境外私募基金常见设立地的相关监管规范、常见境外私募基金参与方及投资人、与境外私募基金有关的税收政策、境外私募基金常见合规事项以及现阶段与境外私募基金相关的热点问题等角度介绍并梳理中国境外私募基金募集和运营过程中不时面临的法律及实务问题。

对于私募基金而言，如何保持长期配置的心态，为投资人实现能够对抗周期的稳定回报，也许是基金管理者们需要考虑的永恒命题。在跌宕的周期中看清商业本质并实现基业长青，谈何容易？《基业长青》一书中，将“造钟而不是报时”、“超越利润的追求”以及“务实的理想主义”列为企业经受时间考验的核心指导原则。我们真诚希望，本《蓝宝书》为造钟而非报时，能够穿越时间长河，经受住时间和行业的考验，也更希冀这本小册子对私募基金业界人士有所助益，为本行业的基业长青略尽绵薄之力。

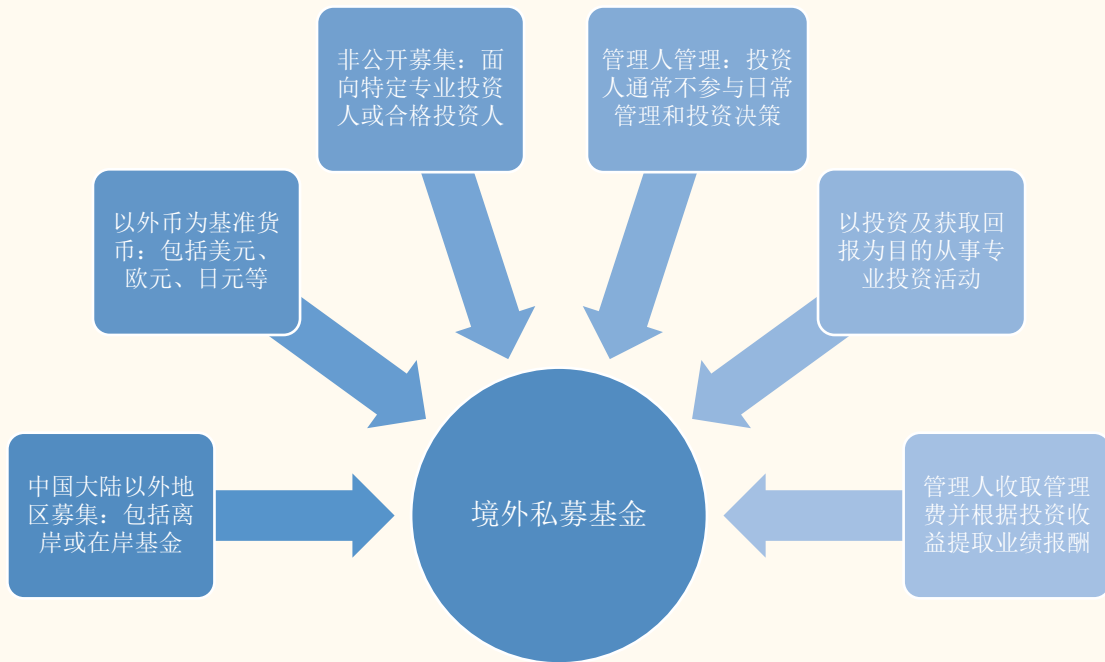
目录

第 1 章	境外私募基金概述	1
1.1	境外私募基金的定义	1
1.2	境外私募基金的分类	1
1.3	境外私募基金募集和运营概述	3
第 2 章	境外私募基金常见设立地	6
2.1	开曼群岛	6
2.2	英属维尔京群岛	21
2.3	美国特拉华州	37
2.4	新加坡	43
2.5	欧洲	47
2.6	中国香港	54
2.7	阿布扎比国际金融中心	60
第 3 章	境外基金参与方	63
3.1	境内外律师	63
3.2	行政管理人	63
3.3	募资中介	65
3.4	证券经纪人	67
3.5	托管人	69
3.6	审计师	70
第 4 章	境外基金投资人	72
4.1	美国企业年金计划	72
4.2	美国政府养老金计划	74
4.3	主权财富基金	74
4.4	母基金	76
4.5	私人基金会和捐赠基金	78
4.6	个人投资者和家族办公室	82
第 5 章	境外基金税收政策	86
5.1	开曼群岛和英属维尔京群岛	86
5.2	美国	90
5.3	中国香港	94
5.4	新加坡	97
第 6 章	境外基金常见合规事项	99
6.1	开曼基金反洗钱合规	99
6.2	开曼基金 FATCA/CRS 合规	101
6.3	个人数据保护	103
6.4	美国外国投资合规	109
第 7 章	境外基金其他运营热点问题	119
7.1	社会责任投资	119
7.2	私募股权二级市场基金	121
7.3	区块链/数字货币基金	129

第1章 境外私募基金概述

1.1 境外私募基金的定义

基金是一种集合投资载体，通过汇集投资人资金，并委托有专业知识和行业经验的基金管理人统一管理和投资，达到分散风险、共享收益的目标。本《蓝宝书》主要探讨基金中的一个子类别——境外私募基金。所谓“境外私募基金”，是相对于中国大陆范围内发行的私募基金而言，指在中国大陆之外的地区向特定投资人非公开募集资金，并从事相关专业投资活动的集合投资载体。本《蓝宝书》主要探讨具备以下主要特征的境外私募基金：



1.2 境外私募基金的分类

1.2.1 按组织形式分类

(1) 有限合伙

有限合伙是境外私募股权/创业投资基金（“**PE/VC基金**”）最常见的组织形式。有限合伙本身通常不具有独立法人地位¹，其所有行为都由其普通合伙人（“**GP**”）代表有限合伙实施，且GP要对有限合伙的债务承担无限连带责任。但在实操中，通常基金的GP（或穿透后最终的GP）会是一家有限公司，以有限公司对债务承担无限连带责任，对于GP股东而言可达到负债隔离的效果。有限合伙型基金最大的特点和优点是（a）管理和运营机制（包括收益分配机制）非常灵活，且大部分运作机制可以由全体合伙人通过有限合伙协议（LPA）自由约定，

¹ BVI《合伙企业法》（Limited Partnership Act）把有限合伙是否有独立法人地位的选择权给了普通合伙人，默认状态下有限合伙有独立法人地位，在设立时普通合伙人可选择有限合伙是否具有独立法人地位。

(b) 通常可以享受所谓的税收透明主体 (tax transparent entity) 待遇, 在有限合伙层面不缴所得税, 由每个合伙人分别就其所得缴纳所得税。

(2) 公司

公司型基金是境外对冲基金 (hedge fund) 比较常用的组织形式。相较普通合伙人的无限连带责任, 由于公司是独立的法人实体, 公司的股东仅对公司债务承担有限责任。但是公司型基金在法律层面受到的限制会略多一些, 主要是公司法中关于公司治理和股东权利保护的一些强制性规定相对较多。

除了普通的公司结构, 近年来, 独立资产组合公司 (Segregated Portfolio Company, “SPC”) 成为非常受中国地区基金管理人欢迎的一种特殊公司结构。SPC结构的优点在于可在单个法人实体框架下创设多个独立资产组合 (Segregated Portfolio, “SP”), 且每个SP的资产与负债均享受法定隔离地位。SPC被广泛应用于多策略投资基金领域, 每个SP均可设计为一个单独的基金产品, 可以有不同的投资策略、商业条款、管理人以及投资者。开曼群岛和英属维尔京群岛 (British Virgin Islands, “BVI”) 均可设立SPC结构的基金。

除了开曼群岛和BVI的SPC, 类似的伞形基金结构还包括新加坡的可变资本公司 (Variable Capital Company, “VCC”) 和香港的开放式基金型公司 (Open-ended Fund Company, “OFC”)。

VCC可作为单体公司基金, 也可以作为伞形基金结构, 在伞形基金结构下, 子基金之间的资产和负债相互隔离。它可以同时发行封闭式基金 (如PE/VC基金) 和开放式基金 (如对冲基金), 但无论哪种基金, 都必须由新加坡持牌/注册的基金管理公司担任管理人。

OFC是一种主要适用于二级市场投资、方便投资者不时申购和赎回的开放式基金结构, 它可向投资者以公开或非公开形式募集 (但二者受监管的程度不同), 且必须由香港9号牌 (资产管理) 公司担任基金管理人。OFC可以是一个单体基金, 也可以是伞形基金结构, 伞形基金可视需求发行多个子基金 (sub-fund), 分别投资于不同资产, 并具有债务隔离效应。以上各类基金类型将在本《蓝宝石》后文详细介绍。

(3) 有限责任公司

有限责任公司 (“LLC”) 为基金管理人在传统的有限合伙和公司结构之外提供了第三种选择。美国特拉华州和开曼群岛均有LLC相关立法 (当然特拉华州LLC的历史更悠久)。LLC一方面具有公司独立法人和有限责任的优势, 另一方面在公司治理机制、权责划分和分配灵活性上又不逊于有限合伙。此外, 也有基金架构中的普通合伙人或管理公司采用LLC结构, 以实现个性化的共同管理安排。

(4) 单位信托

单位信托结构 (unit trust) 多用于零售型基金, 该结构与有限合伙、公司和 LLC 最大的区别在于通常无需设立单独的基金载体。在单位信托结构下, 投资人直接将资金委托并交付给受托人, 由受托人持有并从事交易, 投资人按照单位信托份额享有信托财产产生的收益。出于税务原因, 单位信托结构尤其受日本的基金管理人欢迎。

1.2.2 按运作方式分类

(1) 开放式基金

开放式基金指投资人有权主动发起基金份额赎回的基金。由于开放式基金需要不时满足投资者赎回的资金需求, 其对资产流动性和可估值性的要求较高, 因此开放式基金的投资标的以股票等二级市场产品为主。

(2) 封闭式基金

封闭式基金指事先约定基金存续期限, 在存续期内投资者不得申请赎回基金份额的基金。PE/VC 基金因其资产以非上市公司股权为主, 不具备良好的流动性和公开市场报价, 往往采取封闭式的运作方式。

另外, 部分偏好长线操作和长期策略的股票基金经理也会选择封闭式运作, 以免投资者的赎回申请影响其投资策略的执行, 进而对投资表现产生不利影响。

1.3 境外私募基金募集和运营概述

1.3.1 基金募集

基金发起方 (sponsor) 在开展募集活动时, 除了要遵守基金设立和运营地法律法规和监管规定, 同时也应遵守投资人所在地就基金权益发售的相关规定。不少境外司法辖区对于私募基金的发售会有一定程度的限制, 包括但不限于投资者资质要求、基金文件和管理人信息登记要求, 或者要求募资必须通过当地持牌机构进行等。尤其是当投资人中包含来自美国、欧洲或其他强监管法域的人士, 由于该等地区对私募发售的监管和合规要求非常严格, 往往需要当地的律师和专业中介机构协助完成募资工作, 当然这也会不可避免地大幅增加基金募集的复杂性和成本。

就操作层面而言, 基金募集时首先要把基金的相关商务介绍材料 (如 PPT 介绍) 和基金法律文件提供给有意向的投资者, 并开始商业磋商、谈判和基金法律文件修改工作。很多情况下, 如投资者有特殊商业或合规需求的, 还会涉及附属协议 (side letter) 的起草工作。

在审阅和修改基金法律文件的同时, 基金运营者可以提示投资者提早准备反洗钱尽职调查 (KYC) 材料, 自然人投资者的 KYC 材料通常包括身份证明和地

址证明，机构投资者的材料会相对更复杂，以公司为例，通常包括设立证书、章程、股东名册、董事名册等，还有个人股东和董事的KYC材料，直至最终的受益人。该等KYC材料通常需要提供原件或经律师、会计师等专业持牌人士鉴证的副本。

完成基金文件签署后，投资者应根据基金文件约定向基金履行出资义务。基金或其运营者应视情况完成下列工作：（1）及时更新投资者权益名册或相关登记簿，以反映投资者的基本信息和投资详情；（2）支付必要的基金开办费用，包括向运营者或其关联方报销前期垫付的费用；（3）签署必要文件批准成立投资决策委员会和顾问委员会等（如适用）；以及（4）寻找或开展投资活动，同时视需求继续进行募资。

1.3.2 基金运营

（1）合规运营

基金运营者应严格根据相关司法辖区的法律法规和基金的组织性文件（如有限合伙协议、公司章程、信托契据等）管理和运营基金，尤其在涉及收费安排、资金流向、投资策略和投资限制等事项时，不能突破法律或基金文件中的限制。同时，基金运营团队也应及时了解与基金运营相关法律法规、监管规定的动态，确保合规运营。

（2）年度维护

基金架构中的各个实体每年要支付注册代理、其他第三方服务机构和政府年费，政府年费中往往包括实体注册部门和金融监管部门的费用。除此之外，基金应根据相关司法辖区的法律法规履行必要的信息申报和更新义务（例如FATCA和CRS合规、经济实质合规等信息申报）。基金在每个财务年度结束后，应在适当期限内完成审计并视监管规定向监管部门提交审计报告。如基金文件约定基金或其运营者有向投资者定期提供基金财务报告和/或运营报告义务的，也应履行相应的信息报告义务。

（3）文件保存

基金在持续运营过程中会涉及大量的电子、纸质甚至口头的信息、文件和材料，该等资料应按照统一规则进行编号、分类和归档，包括但不限于：

- （i）基金设立文件、组织性文件和发售文件，如章程、成立证书、股东名册、董事名册、有限合伙协议、发售备忘录等（如适用）；
- （ii）与投资者签署的任何文件，如投资意向文件、认购协议、附属协议等；
- （iii）基金与基金管理人、其他第三方服务机构（如行政管理人、审计师、托管人等）的服务协议和相关服务费账单；

- (iv) 向投资者发出的任何通知及通讯记录，如缴款通知、分配通知等；
- (v) 相关会议和决议文件，包括但不限于投资决策委员会、顾问委员会、董事会、股东会等相关会议的通知文件、会议纪要和决议文件；
- (vi) 与基金下游投资相关的文件，包括投资协议和资产证明等；
- (vii) 财务记录文件，如审计报告、估值报告和基金各类账户的定期结余报告等；以及
- (viii) 基金运营过程中涉及的其他材料。

第2章 境外私募基金常见设立地

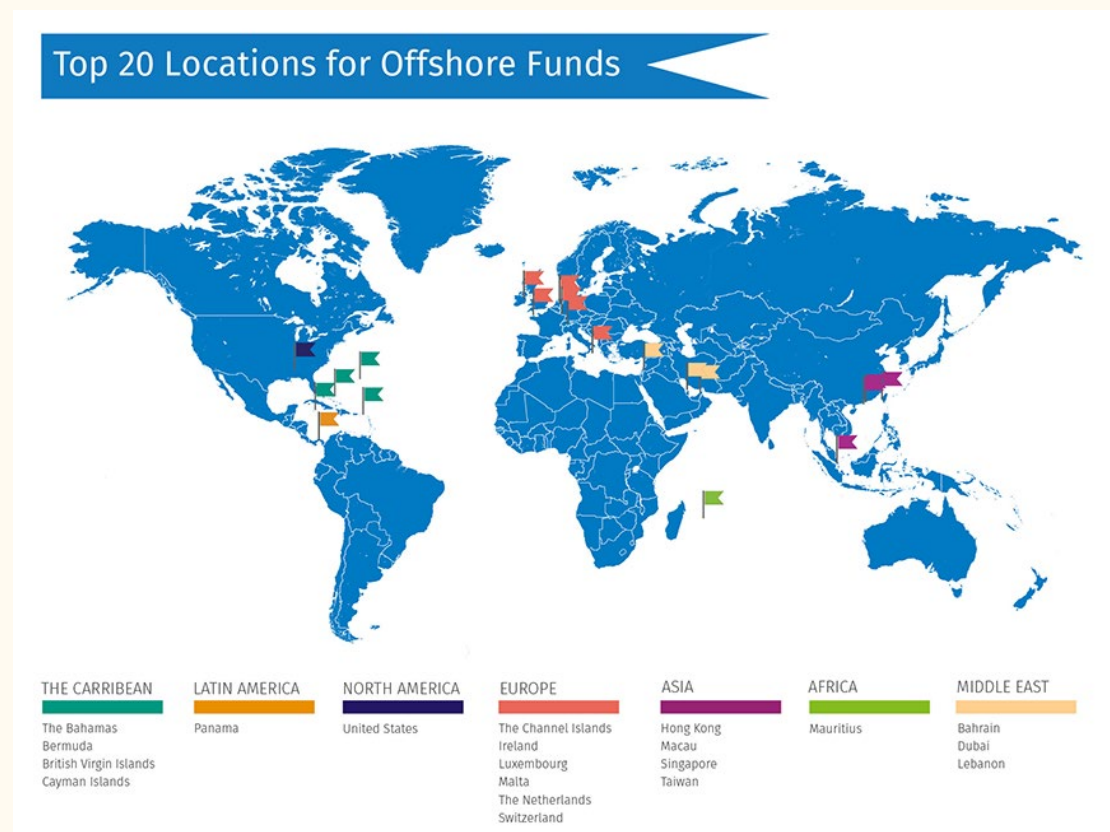
2.1 开曼群岛

2.1.1 开曼群岛简介

开曼群岛（“开曼”）是英国在美洲西加勒比群岛的一块海外属地，主要由大开曼（Grand Cayman）、小开曼（Little Cayman）和开曼布拉克（Cayman Brac）3个岛屿组成。



开曼是一个高效、稳定的司法辖区，它属于普通法司法辖区，普通法规则及判例法均能在开曼获得充分适用。数量众多且成熟的专业服务机构为开曼提供了良好的基金行业生态，加之中立的税收政策和自由的资本流动，开曼吸引了全球众多投资者，是全球主要离岸金融中心和离岸基金设立地之一。无论是对冲基金还是私募股权投资基金，无论从基金数量还是资产管理规模看，开曼均占有重要的市场份额。



(图片来源: Wolters Kluwer)

2.1.2 私募基金监管框架

开曼的金融监管机构为开曼金融管理局 (Cayman Islands Monetary Authority, “CIMA”)。CIMA主要负责管理、监督开曼的货币与金融行业,并向开曼政府提供有关金融方面的立法建议。虽然CIMA隶属于开曼政府,但它自2003年起开始独立运作,并设有自己独立的董事会负责决策和日常管理。董事会成员由开曼总督直接任命,对管理董事 (Managing Director) 的任命还需与董事会商议后再由总督任命。CIMA在与国际监管标准接轨、可信赖度和监管透明等方面有着较好的声誉,其监管口径适度宽松且较为规范,同时又不会对被监管人造成额外的负担。

开曼的投资基金根据投资者是否有主动赎回基金权益的权利,可分为封闭式基金及开放式基金。私募基金适用开曼《私募基金法》(Private Funds Law),需要向CIMA完成注册,并满足持续合规要求。共同基金适用开曼《共同基金法》(Mutual Funds Law),需要向CIMA注册、登记或申请牌照,并满足持续合规要求。

(1) 私募基金

2020年2月7日，开曼《私募基金法》（Private Funds Law）及其配套法规正式生效。在此之前，在开曼设立的基金中仅开放式基金有义务根据《共同基金法》向CIMA注册并受CIMA直接监管，满足特定条件的开放式基金则享有豁免注册的待遇²，而封闭式基金（如大量的PE/VC基金）更是几乎处于监管空白状态。《私募基金法》的生效填补了这一空白，它对开曼的封闭式基金提出了前置注册要求，同时对基金审计、估值、财产安全保管、现金监督等日常运营提出了多方面监管要求。

(i) 监管对象

《私募基金法》的监管对象主要是私募基金及其运营者（operator）³。具体而言，私募基金指满足以下条件的公司、单位信托或合伙企业⁴：

- (a) 以聚集投资者资金、分散投资风险并使投资者获得投资收益为目的发行投资权益（investment interests）；
- (b) 该等投资权益可使得投资者有权参与利润或收入的分配；
- (c) 该等投资权益不能依据投资者的意愿赎回或回购；
- (d) 该等投资权益的持有者对投资项目的获取、持有、管理或处置并不具有日常的控制权；以及
- (e) 基金运营者对基金直接或间接进行有偿的投资管理。

《私募基金法》在私募基金定义中排除了已受其他法律监管的相关持牌或注册主体⁵，以及养老基金（pension funds）、持股主体（holding vehicles）、合资企业（joint ventures）、单一投资者的管理账户（individual investment management arrangements）、单一家族办公室（single family office）等非基金安排（non-fund arrangement）⁶。另外，根据上述私募基金的定义，我们倾向于认为单一投资者基金及单一项目基金分别因不满足“聚集投资者资金”的要求、“分散投资风险”的要求将被排除在私募基金的范围外，亦可不受《私募基金法》的监

² 豁免注册的开放式基金必须满足两个条件：（1）投资人数不超过15人，以及（2）过半数投资者有权撤换基金运营者（operator）。

³ 合伙型基金的运营者通常为其普通合伙人，公司型基金的运营者通常为其董事。

⁴ 合伙企业包括（1）有限合伙（limited partnership）；（2）豁免有限合伙（exempted limited partnership）；（3）有限合伙（limited liability partnership）；或（4）在其他司法辖区成立的有限合伙。

⁵ 即《银行与信托公司法》（Banks and Trust Companies Law, 2018 Revision）或《保险法》（Insurance Law 2010）下的持牌主体，《建设社会法》（Building Societies Law, 2014 Revision）或《友好社会法》（Friendly Societies Law, 1998 Revision）下已注册的主体。

⁶ 即构成《金融监管法》（Monetary Authority Law, 2018 Revision）第34条的“非基金安排”的主体。

管。

(ii) 注册及变更备案要求

根据《私募基金法》，私募基金需要在接受投资者认缴出资后21日内向CIMA注册，且在注册完成前，投资者不得向基金实缴出资。每年1月15日前，完成初始注册的私募基金还应向CIMA支付年费。

除了初始注册，《私募基金法》要求基金在注册地址或主要办公场所发生变化，或任何提交给CIMA的信息发生实质变更后，应当在发生变更或知晓发生变更之日起21日内向CIMA进行变更备案。

《私募基金法》规定，在完成CIMA注册前，基金不得开展或试图开展经营活动，不得接受投资者的实缴出资（但并未限制募集活动以及接受投资者的认缴出资）。

(iii) “四眼原则”

申请注册的私募基金需要满足“四眼原则”（Four Eyes Principle），即公司型的基金须至少有2名自然人董事，合伙型基金的普通合伙人须至少有2名自然人董事（如该普通合伙人仍为有限合伙，则穿透至最终的公司型普通合伙人）。但自然人董事无需根据《董事注册与牌照法（2014版）》（Director Registration and Licensing Law（2014 Revision））注册。

(iv) 持续合规要求

(a) 审计要求

《私募基金法》要求封闭式基金就其财务报告进行年度审计，并在每个会计年度结束后6个月内向CIMA提交审计报告。审计机构限于CIMA批准的开曼审计机构，截至2020年3月，CIMA共批准了40多家开曼审计机构⁷。

(b) 估值要求

《私募基金法》要求封闭式基金应当采用适当的估值原则对基金财产至少每年进行一次估值。虽然《私募基金法》并未强制要求由独立的第三方专业评估机构进行估值，但如估值不是由独立第三方进行，CIMA有权要求其评估结果经审计机构或其他独立第三方验证。CIMA后续将会就封闭式基金的估值要求和程序颁布具体的规则。

(c) 基金财产的安全保管要求

《私募基金法》要求封闭式基金应聘请托管机构，对基金托管财产履行保管职责，并对基金非托管财产履行验证及记录的职责。如考虑到特定封闭式基金的性质及其所持有资产的种类，聘请托管机构保管基金财产不合适或不现实，则

⁷ 具体名单请参见：<https://www.cima.ky/approved-auditor>。

在告知CIMA之后，该封闭式基金无需聘请托管机构，但需要由行政管理人、其他独立第三方、基金管理人或运营者履行财产的验证及记录职责。

(d) 现金监督要求

《私募基金法》要求封闭式基金必须指派行政管理人、托管人、其他独立第三方、基金管理人或运营者对基金的现金流动进行记录和监督，以保证基金的所有现金都被记录在其现金账户中，以及确保投资者的实缴出资已经收到。

(v) 关于替代投资载体的特别规定

替代投资载体（alternative investment vehicle, “AIV”）指满足以下条件的载体：

- (a) 根据私募基金的组织性文件（如有限合伙协议）设立；
- (b) 成立目的为投资、持有或处置与私募基金业务主要相关的投资项目；
以及
- (c) 其所有的投资人应当是该私募基金的投资人。

实操中，AIV常用于私募基金本身因法律、税务、合规或其他原因不适合投资于特定拟投项目的情形，该情形下私募基金的部分或全部投资人可能会在私募基金之外通过AIV投资于拟投项目。对该类载体，《私募基金法》豁免了年度审计、估值、基金财产安全保管、现金监管和证券识别等义务，但前提是AIV必须与私募基金合并报表。

如AIV由开曼私募基金设立，则该AIV不需要另行提交注册申请。CIMA将在设立AIV的私募基金提交注册申请时收集其设立的AIV的情况，并在其信息发生变化时，由私募基金负责向CIMA及时告知。但如AIV并非由开曼私募基金设立，且该AIV符合《私募基金法》中关于私募基金的定义，则该AIV需要向CIMA提交注册申请。

(vi) 关于受限范围私募基金的特别规定

受限范围私募基金（restricted scope private fund）指满足以下条件的私募基金：

- (a) 其组织形式为豁免有限合伙；
- (b) 其管理人或顾问是在CIMA持牌/登记的人士或经CIMA认可的海外监管机构⁸授权/注册的人士；以及

⁸ 含新加坡、中国香港等地的金融监管机构。

(c) 其所有投资者均为高净值人士 (high net worth person)⁹或专业人士 (sophisticated person)¹⁰。

此类私募基金在向CIMA注册为受限范围私募基金后,可能会有一定的优惠或豁免待遇,但截至2020年3月,具体适用规则暂未公布。

(vii) 过渡期安排

《私募基金法》生效(即2020年2月7日)后6个月为过渡期¹¹,2020年2月7日之前和过渡期内开始运营的私募基金均需要在2020年8月7日之前满足《私募基金法》的合规要求。

(2) 共同基金

开曼对共同基金 (mutual funds) 的监管历史可以追溯至1993年,彼时初始版《共同基金法》正式生效。为与《私募基金法》衔接,2020年2月7日,最新版《共同基金法》正式生效。

(i) 监管对象

开曼《共同基金法》的监管对象主要是开放式运作的共同基金,根据《共同基金法》的定义,共同基金是指同时满足以下条件的公司、单位信托或合伙企业¹²:

(1) 以聚集投资者资金、分散投资风险并使投资者获得投资收益为目的发行权益份额 (equity interests); (2) 该等权益份额可使得投资者有权参与利润或收入的分配; (3) 该等权益份额可以依据投资者的意愿赎回或回购;

根据受监管的程度由高到低,共同基金可分为持牌共同基金 (Licensed Mutual Fund)、受管理共同基金 (Administrated Mutual Fund) 以及注册共同基金 (Registered Mutual Fund)。截至2019年9月30日,开曼的共同基金数量为10,937只,其中注册共同基金数量最多,为7,656只¹³,受管理共同基金为295只,

⁹ 根据开曼2020年《证券投资业务法》(Securities Investment Business Law, 2020 Revision),高净值人士 (high net worth person) 指: (1) 净资产不低于80万开曼币或其他等值货币的个人;或 (2) 总资产不低于400万开曼币或其他等值货币的人士。

¹⁰ 根据开曼2020年《证券投资业务法》,专业人士 (sophisticated person) 指: (1) 受CIMA监管的主体; (2) 受CIMA认可的海外监管机构监管的主体; (3) 其证券在受认可的证券交易所公开发行的主体;或 (4) 满足以下两个条件的人士: (a) 凭借其在金融和商业领域的知识和经验可被合理视为有能力评估交易; (b) 参与单项交易的投资金额不低于8万开曼币或其他等值货币 (约10万美元)。

¹¹ CIMA有权进一步延长过渡期。

¹² 合伙企业包括 (1) 有限合伙 (limited partnership); (2) 豁免有限合伙 (exempted limited partnership); (3) 有限合伙 (limited liability partnership); 或 (4) 在其他司法辖区成立的有限合伙。

¹³ 数据来自于CIMA2019年11月发布的季度简报,请参见:
https://www.cima.ky/upimages/publicationdoc/TheNavigator-Nove_1575564121.pdf。

持牌共同基金为67只。

(ii) 持牌共同基金

持牌共同基金（Licensed Mutual Fund）是《共同基金法》下监管要求最高的一类共同基金，其需要在开曼有自己的注册办公室，同时其受到的持续合规监管要求也相对较高。因此持牌共同基金在不同种类的共同基金中数量最少，通常为面向一般投资者的零售基金（retail fund）¹⁴。

(iii) 受管理共同基金

《共同基金法》对于受管理共同基金（Administrated Mutual Fund）的要求仅次于持牌共同基金。虽然不需要获得牌照，但受管理共同基金需要有持牌行政管理人为其提供位于开曼的总办事处。该等开曼持牌行政管理人有义务对其提供服务的受管理的共同基金进行监督，并应在其认为存在违反法律、破产或其他可能有损债权人或投资者利益的情况时及时通知CIMA。

(iv) 注册共同基金

注册共同基金（Registered Mutual Fund）无需取得牌照，也无需由一个开曼持牌的行政管理人为其提供位于开曼的总办事处；其只需向CIMA进行注册，提交其当前发行文件、审计师的同意函（consent letter）、行政管理人（不要求为开曼持牌的行政管理人）的同意函等文件，并缴纳一定的注册年费。

(v) 豁免注册基金

《2020年共同基金法（修正案）》生效之前，部分共同基金可依据《共同基金法》第4条第（4）项规定的豁免条件而豁免向CIMA注册，该等豁免条件为：基金的权益持有者不超过15人，且过半数投资者可任命或撤销基金的运营者（operator）。但《2020年共同基金法（修正案）》删除了该豁免规定，即原来根据该要求豁免登记的共同基金必须在2020年8月7日前向CIMA完成注册。注册时需要向CIMA提交一份基金的组织文件摘录，以证明基金多数投资者有权任命或更换基金的董事。

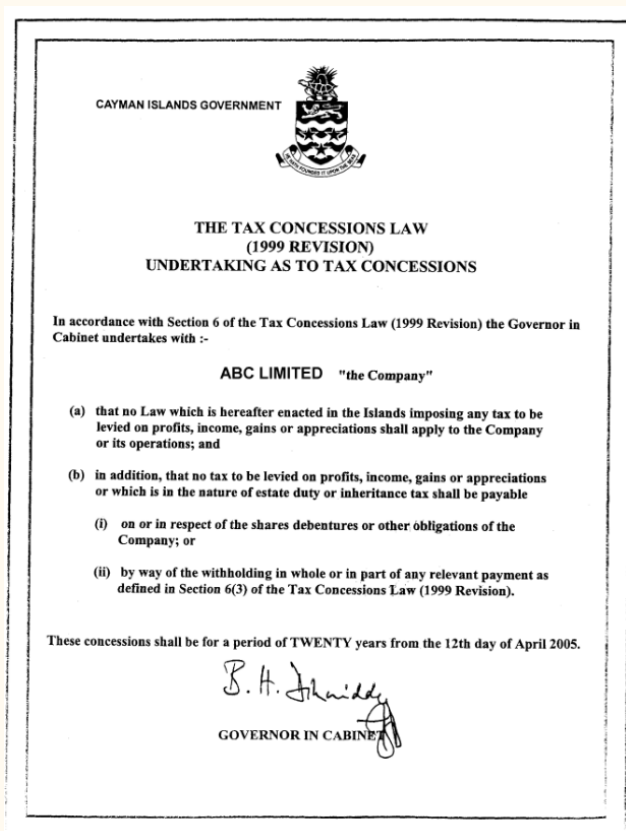
2.1.3 私募基金设立形式和架构

在开曼发起设立的投资基金通常可选择的组织形式包括豁免有限公司（exempted company，“开曼EC”）、豁免有限合伙企业（exempted limited partnership，“开曼ELP”）、有限责任公司（Limited Liability Company，“开曼LLC”）以及单位信托（unit trust）等。

¹⁴ “零售基金”并非开曼法下的概念，零售基金面向个人投资人进行募集，最低门槛往往达不到10万美元，因而往往无法申请成为注册共同基金。

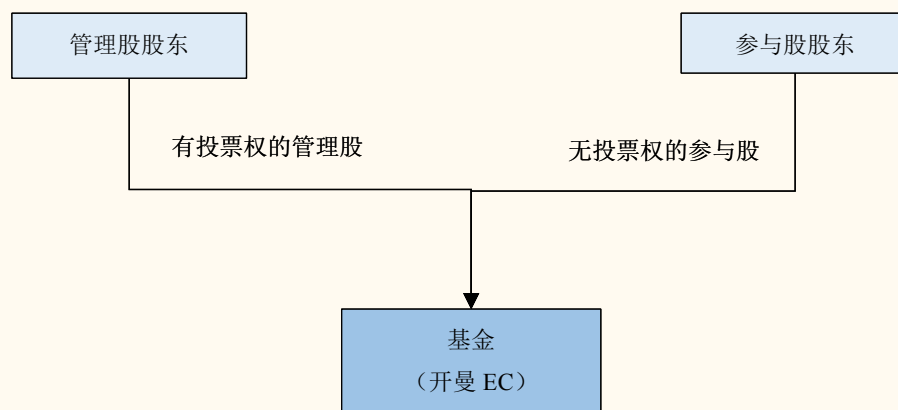
(1) 开曼豁免有限公司

开曼《公司法》(Companies Law)创设了两种类型有限责任制的公司形式,包括普通公司(ordinary company)和开曼EC。其中,“普通公司”在公司法下并无明确定义,通常指根据开曼《公司法》成立但没有注册成为开曼EC的公司。开曼EC与普通公司的主要区别是,开曼EC非因开展岛外业务所必需,不得向群岛公众开展业务,而普通公司则无此类限制。另外,开曼EC的最大优势在于,除成立时即被豁免任何所得税、预提税、资本利得税等,其还可向开曼总督提出申请并取得一项书面承诺,自承诺之日起最长20年内,开曼后续出台的任何税收政策均不适用于EC。



开曼EC具有独立的法人资格,至少须有一名股东,股东对公司债务承担有限责任。就程序上而言,设立开曼EC应当提供:(i)经所有发起人签字的章程;(ii)非因开展岛外业务所必需,不得向群岛公众开展业务的承诺;及(iii)注册费用。

采用开曼EC组织形式的投资基金中，通常将其股份分为管理股与参与股，基金的管理人持有具有投票权的管理股，基金的投资者持有无投票权的参与股。开曼EC组织形式的投资基金架构图简示如下：

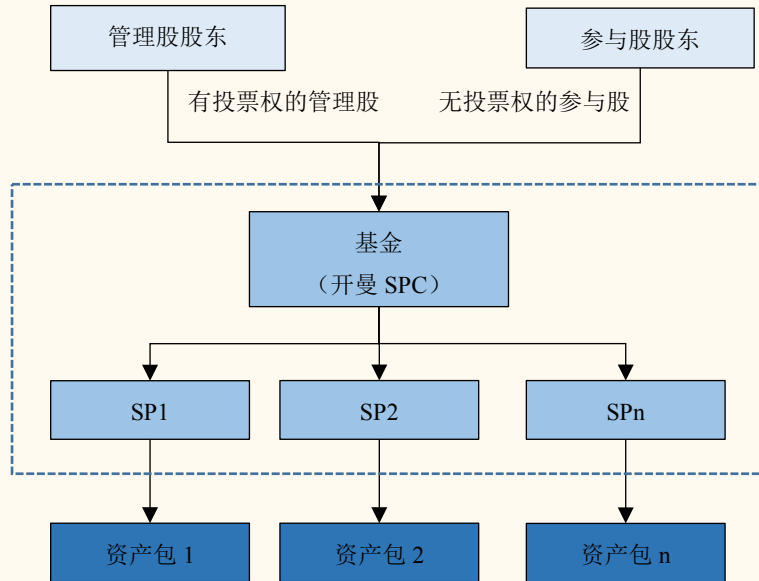


(2) 独立投资组合公司

开曼独立投资组合公司（SPC）是开曼EC的一种特殊类型，其最大的特点在于，在每一SPC内部可设立一个或多个SP，SP并不具有独立法律人格。每个SP与其它SP的资产及负债以及每个SP与该SPC之间的资产及负债在开曼法下均互相独立，因此基金股东及债权人对基金财产主张权利时，只能追索至其所持股份对应的特定SP资产。

任何开曼EC均可向公司的注册官申请注册成为SPC。SPC应在其公司名称中标明“SPC”或“Segregated Portfolio Company”字样。每个SP的名称中应含有“Segregated Portfolio”、“SP”或者“S.P.”字样。

采用SPC组织形式的投资基金架构图简示如下：

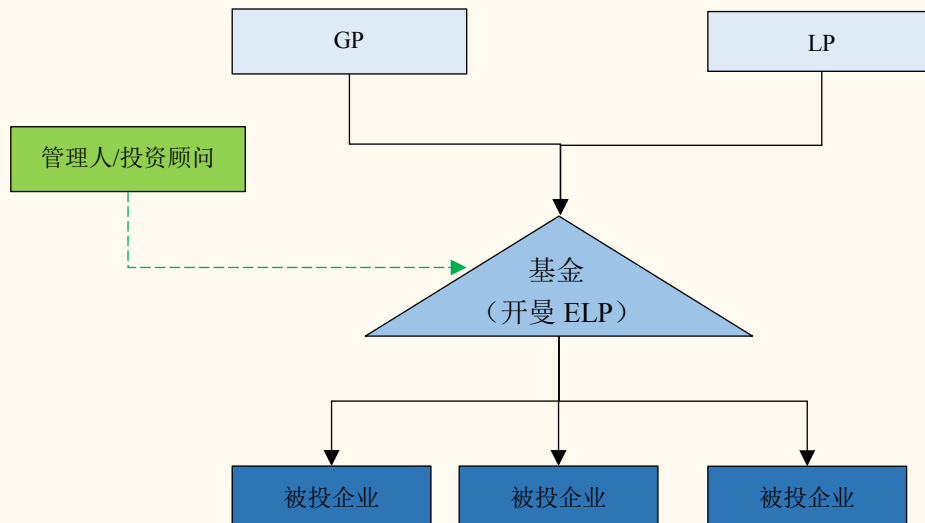


(3) 开曼豁免有限合伙

开曼ELP不具有独立的法人资格，其GP须为开曼ELP持有财产、代表合伙企业进行日常经营并对合伙企业债务承担无限责任。尽管开曼《豁免有限合伙法》（Exempted Limited Partnership Law）对有限合伙协议给予了极大的契约自由，但是GP必须为开曼ELP之利益而善意行事这一义务不得通过合伙协议进行限制或修改。实践中，该组织形式多用于封闭式基金。

设立开曼ELP，要求至少有一名GP和有限合伙人（“LP”），且要求GP符合以下条件：（1）如为自然人，须为开曼居民；（2）如为公司，须为根据《公司法》注册的公司或已根据《公司法》的规定注册的外国公司；（3）如为合伙企业，须为开曼ELP；（4）如为在开曼以外的法域注册的有限合伙企业或有限合伙企业，须已根据开曼《豁免有限合伙法》注册为外国有限合伙企业。

采用开曼ELP组织形式的投资基金常见的架构图简示如下：



(4) 开曼有限责任公司

2016年7月8日生效的开曼《有限责任公司法》（The Limited Liability Companies Law）创设了一种新的法律组织形式——开曼LLC。开曼LLC是具有独立法人资格的公司实体且其股东承担有限责任，这一点与开曼EC类似。开曼LLC成员之间需要签署一份LLC协议，该协议给开曼LLC成员之间关系的调整提供了较大的灵活性（包括利润分配和亏损承担的约定），这一点与开曼ELP类似。此外，对于开曼LLC的成员并无开曼群岛居民身份的要求。

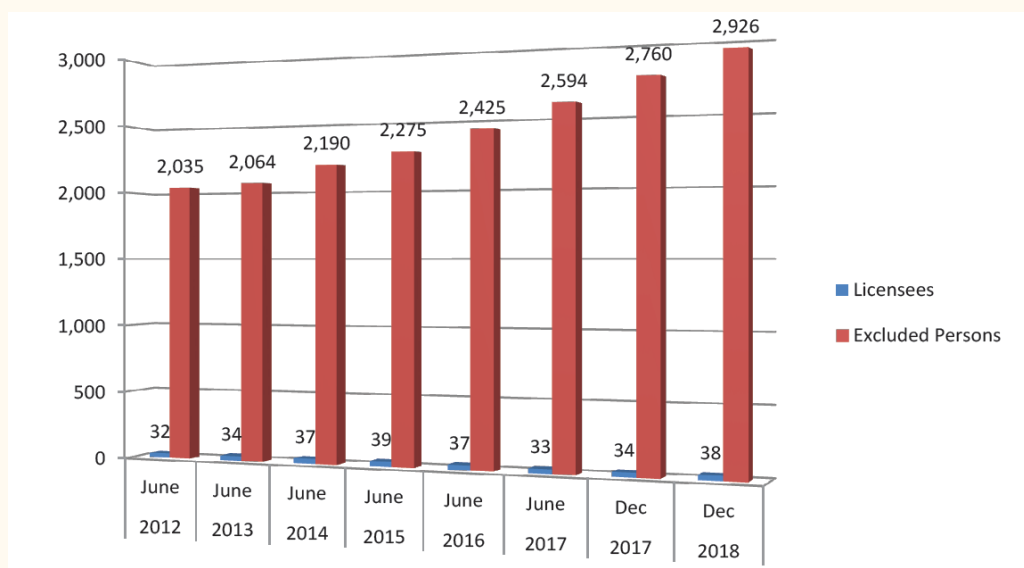
(5) 单位信托

《共同基金法》下的单位信托（unit trust）指由受托人根据信托契约创设并且按照一定对价发行信托份额，投资人根据该信托份额参与分配受托人并购、股权投资、管理或处置投资所得利润或收益的信托。单位信托通常基于信托契约（Trust Deed）成立，本身不具有法人资格，投资人通过信托单位持有权益。

2.1.4 基金管理人资质

根据开曼《证券投资业务法》（Securities Investment Business Law, “SIBL”），原则上，在开曼从事证券投资业务的主体须向CIMA申请持牌或登记。“证券投资业务”的范围很广，包括：证券交易（dealing in securities），撮合证券交易（arranging deals in securities），管理证券（managing securities），以及就证券提供建议（advising on securities）。基金管理人为基金提供投资管理服务的行为属于证券投资业务，因而需要符合SIBL的规定。

由于申请SIBL牌照的流程复杂且合规要求较高，长期以来，开曼私募基金的管理人通常向CIMA申请登记为“豁免人士”（excluded person），以避免申请SIBL牌照的要求。截至2019年9月30日，开曼获得SIBL牌照的机构仅有36家，而豁免人士（excluded person）共有2,367家¹⁵。



（图片来源：CIMA 2018年的年报¹⁶）

2019年6月18日开曼颁布《证券投资业务法（2019年修正案）》（Securities Investment Business (Amendment) Law, 2019）（“SIBL 2019修正案”），删除了此前的豁免人士规则，并对证券投资业务按照监管程度从高到低分为如下三个层次：（1）申请持牌（license）；（2）申请登记（registration）；和（3）免于登记（non-registrable）。

符合下列情形之一的开曼基金管理人可申请成为登记人士（Registered Person）而不申请持牌：仅为同一公司集团内的成员从事证券投资业务；仅为专业人士（sophisticated person）或高净值人士（high net worth person）提供服务且由开曼持牌中介提供相关注册办公室或营业地址的人士；或在受认可海外（指开曼群岛以外）监管机构的监管下在该司法辖区从事证券投资业务的人士。

（1）申请登记人士需要满足的条件

向CIMA申请为登记人士需要满足的条件包括：

- （i）向 CIMA 提交申请表并支付登记费；

¹⁵ 数据来自于 CIMA 2019 年 11 月发布的季度简报，请参见：
https://www.cima.ky/upimages/publicationdoc/TheNavigator-November_1575564121.pdf。

¹⁶ 数据及图片来自于 CIMA 2018 年的年报，请参见：
https://www.cima.ky/upimages/publicationdoc/AnnualReportandAccounts_1575903466.pdf。

- (ii) 确保申请人的股东、董事和高管为适格主体;
- (iii) 在开曼群岛维持一定的资源, 包括员工、场所和账簿等;
- (iv) 公司制的登记人士至少要有2名董事; 豁免有限合伙制的登记人士, 其普通合伙人至少要有2名董事; 其他法律形式的登记人士以此类推;
- (v) 在登记人士可采取的法律形式包括开曼 EC、开曼 ELP, 特别地, SIBL 2019 修正案还新增了开曼 LLC、LLP (Limited Liability Partnership) 两种组织形式; 以及
- (vi) 在成为登记人士后一年内须开始展业, 否则 CIMA 有权取消该登记。

(2) 年度维护

与此前豁免人士类似, 成为登记人士后开曼基金管理人须在每年1月15日前向CIMA提交年度声明并支付年费。且每逾期一个月支付, CIMA有权加收年费的十二分之一作为罚金。

(3) 重大变更备案

CIMA在加强日常监管和掌握基金管理人最新动态信息方面较以往显得更加积极主动。SIBL 2019修正案要求登记人士发生下列重大变更事项后须在21日内通知CIMA, 包括:

- (i) 转让或处置登记人士的股份/合伙权益;
- (ii) 登记人士的董事或高管变更;
- (iii) 登记人士停止展业; 或
- (iv) 向 CIMA 提交的申请表或年度声明中的任何信息发生变更。

(4) 与持牌管理人并轨监管

根据SIBL 2019修正案, CIMA在SIBL下针对持牌基金管理人的部分监管措施将同样适用于登记人士, 包括但不限于:

- (i) 有权要求登记人士提供日常业务经营信息;
- (ii) 有权采取现场检查、查阅审计报告或其他措施以确认登记人士是否依法合规经营或具备良好财务状况; 以及
- (iii) 要求审计师主动向 CIMA 报告其在审计过程中发现的登记人士可能无法偿还债务、违法经营、损害客户利益或未能按要求记账等情形。

2.1.5 经济实质法

为响应欧盟商业税收行为准则小组（EU Code of Conduct Group for Business Taxation）和经济合作与发展组织（OECD）对低税/免税司法管辖区内注册实体经济实质问题的关注，并推进OECD全球税基侵蚀和利润转移倡议（OECD’s global Base Erosion and Profit Shifting initiative）的实施，开曼于2018年12月21日发布了开曼《2018年国际税务合作（经济实质）法》¹⁷，并先后于2019年2月22日¹⁸、2019年4月30日¹⁹及2019年9月10日²⁰进行了三次修改。（“《开曼经济实质法》”）。2019年4月30日开曼发布了《开曼属地流动性活动经济实质指引（第2.0版）》²¹（“《开曼经济实质指引》”，与《开曼经济实质法》合称“开曼经济实质法规”）。

（1） 监管对象

从事《开曼经济实质法》项下“相关业务”的“相关实体”须符合开曼经济实质要求。

（i） 相关实体

“相关实体”包括根据开曼《公司法》注册的公司（但不含开曼当地公司²²）、根据开曼《有限责任公司法》注册的有开曼LLC，以及根据开曼《有限合伙法》注册的有限责任合伙（limited liability partnership），但不包括投资基金以及非开曼税务居民实体。

《开曼经济实质法》将“投资基金”定义为主要业务是发行投资权益用于汇集资金，进行收购、持有、管理并处置投资项目，进而为权益持有者创造收益的实体，并且包含投资基金直接或间接投资或运营的任何实体²³，但不包括已受其他法律监管的相关持牌或注册主体²⁴。

开曼以外地区的税收居民实体不属于《开曼经济实质法》项下的“相关实体”。声称自身为开曼以外地区税收居民的实体需要向开曼监管机构（为《开曼经济实

¹⁷ The International Tax Co-operation (Economic Substance) Law, 2018 and The International Tax Co-operation (Economic Substance) (Prescribed Dates) Regulations, 2018。

¹⁸ The International Tax Co-operation (Economic Substance) (Amendment of Schedule) Regulations, 2019。

¹⁹ The International Tax Co-operation (Economic Substance) (Amendment of Schedule) (No.2) Regulations, 2019。

²⁰ The International Tax Co-operation (Economic Substance) (Amendment of Schedule) (No.3) Regulations, 2019。

²¹ Guidance on Economic Substance for Geographically Mobile Activities (version 2.0)。

²² 开曼当地公司（domestic company）通常指在开曼本地开展经营业务的公司及其附属公司。

²³ “any entity through which an investment fund directly or indirectly invests or operates”。

²⁴ 即《银行与信托公司法》（Banks and Trust Companies Law, 2018 Revision）或《保险法》（Insurance Law 2010）下的持牌主体，《建设社会法》（Building Societies Law, 2014 Revision）或《友好社会法》（Friendly Societies Law, 1998 Revision）下已注册的主体。

质法》之目的，指开曼税务信息管理局，“TIA”提交充分证据证明其为其他地区税收居民，包括但不限于税务识别号码（TIN）、税务地证书、纳税缴付证明等。此外，该实体还需提供其母公司、最终母公司、最终实益所有人的详细信息，包括其各自的税务居住地信息。无法提供前述证明的，仍会被视为“相关实体”。且打算采用此豁免方式者需注意，不得为规避经济实质要求而刻意声称其为外国税务居民。

(ii) 相关业务

“相关业务”包括：（1）银行业务；（2）分销和服务中心业务；（3）融资租赁业务；（4）基金管理业务；（5）总部业务；（6）持股业务；（7）保险业务；（8）知识产权业务；以及（9）运输业务。

(2) 如何满足经济实质要求？

相关实体就其相关业务符合以下要求的，视为满足经济实质测试：

- (i) 存在开曼核心创收业务（Cayman Islands core income generating activities，下称“开曼核心创收业务”或“CIGA”）²⁵；
- (ii) 以适当方式在开曼进行决策和管理（directed and managed）²⁶；且
- (iii) 考虑相关业务产生的收入水平，在开曼开展相关业务时²⁷：(i) 在开曼境内产生充足的运营支出；(ii) 在开曼有充足的业务实体（包括办公场所及相关设备等）；以及 (iii) 在开曼有充足的具备适当资质的全职员工。

(3) 若干重要时间截点

(i) 需要满足经济实质测试的日期

2019年1月1日之前设立并从事相关业务的相关实体，应当不晚于2019年7月1日满足经济实质要求（即享有六个月的过渡期）；

2019年1月1日及之后设立的开曼相关实体，自从事相关业务之日起就应当满足经济实质测试。

²⁵ “开曼核心创收业务”是指在产生收入方面对相关实体至关重要且在开曼开展的相关业务活动。

²⁶ 根据《开曼经济实质指引》，决策和管理的适当性标准主要包括：董事会成员知识和经验与其职责是否匹配、董事会召开频次与相关决定是否匹配、董事会法定人数是否满足、董事会会议记录内容及所有相关记录是否保存在开曼等几个方面。适当决策和管理要求通常董事会议每年至少召开一次且过半数会议应当在开曼召开，会议记录应保存在开曼。

²⁷ 根据《开曼经济实质指引》，“适当”是指“适合于特定目的、人士和场所”；“充足”是指“满足相关要求或实现相关目的所必需”。“适当”和“充足”的具体标准视每一相关实体从事相关业务的特定情况而定，相关实体应当维护并保留适当的记录以证明其开展业务时所用资源和发生费用的适当性和充足性。

(ii) 满足通知义务的日期

根据《开曼经济实质指引》，自2020年起，相关实体应每年度向TIA履行通知义务，通知内容包括：（1）其是否正在从事相关业务；（2）如其正在从事相关业务，与该业务相关的收入是否受到开曼境外任何司法辖区的税务监管（如是，需提供适当的证据）；（3）相关实体财务年度的终止日。

(iii) 满足报告义务的日期

根据《开曼经济实质指引》，为便于开曼TIA审查确认相关实体是否满足相关业务，从事了相关业务并有义务满足经济实质测试的相关实体有义务在不晚于其每个财务年度结束后的十二个月内向TIA提交一份报告。该份报告应当覆盖其从事的相关业务类型、产生的收入类型及金额、产生的成本支出类型及金额、业务经营所在地、全职员工人数、从事CIGA的相关信息等。且相关实体有义务根据TIA的要求提供额外信息。

(iv) 保存报告的期限

相关实体应当在每一财务年度结束后保存提供给TIA的信息不少于六年。此外，相关实体的清算人或其他负责相关实体最终清算或解散的代表有义务在相关实体解散后六年内持续保管相关实体提供给TIA的信息和记录。

2.2 英属维尔京群岛

2.2.1 英属维尔京群岛简介

英属维尔京群岛（BVI）是英国在加勒比海地区的一块海外属地，地域上属于维尔京群岛的一部分，由托土拉（Tortola）、安加达（Anegada）、维尔京格大（Virgin Gorda）、约斯特范大克（Jost Van Dyke）4大岛和超过50个小岛组成。



BVI是全球范围内受到广泛认可的基金注册地。在BVI注册的对冲基金约占全球范围内所有对冲基金的四分之一左右。BVI如此受基金管理人青睐的原因主要包括中立的税收环境（BVI当地无资本利得税、增值税或预提税）、持续稳定的政治和经济、成熟可靠的司法体系、足够专业的人员、无外汇管制的限制等。



2.2.2 私募基金监管框架

BVI金融服务委员会（Financial Service Commission, “FSC”）是BVI最主要的金融监管机构，其投资业务部（Investment Business Division）负责BVI境内投资基金的监管。BVI的基金监管主要围绕基金管理人牌照、基金注册和基金服务提供商进行。BVI关于投资基金设立与运作的监管法规主要包括《证券与投资业务法》（“《SIBA》”）²⁸、《证券与投资条例（孵化基金和获准基金）》²⁹，《共同基金条例》³⁰、《监管准则》³¹、《投资业务（适格管理人）条例》³²等。其中《SIBA》的直接监管范围包括共同基金（mutual funds）和私募投资基金（private

²⁸ Securities and Investment Business Act 及其不时修订更新版。

²⁹ Securities and Investment Business (Incubator and Approved Funds) Regulations, 2015 及其不时修订更新版。

³⁰ Mutual Fund Regulations, 2010 及其不时修订更新版。

³¹ Regulatory Code, 2009 及其不时修订更新版。

³² Investment Business (Approved Managers) Regulations 及其不时修订更新版。

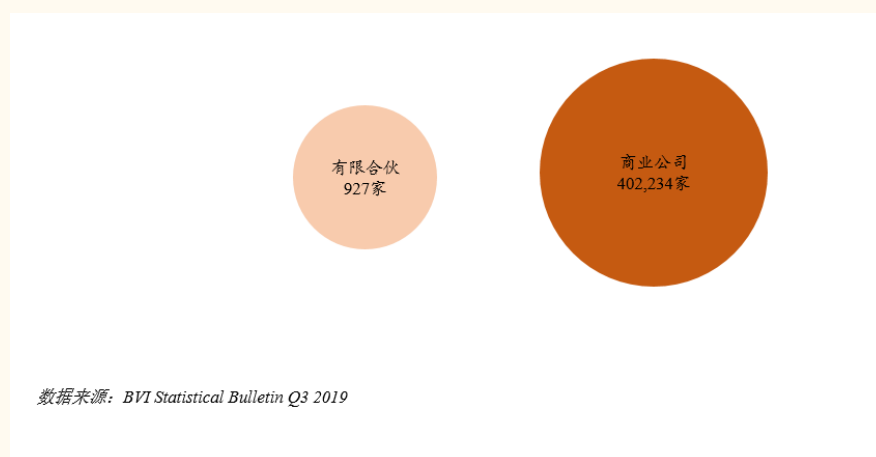
investment funds），二者的主要区别在于投资者是否有权要求赎回。此外，各基金根据各自组织形式还需遵守《BVI公司法》³³和《BVI有限合伙法》³⁴等基础法律。

2.2.3 私募基金设立形式和架构

（1）私募基金设立的组织形式

总体而言，BVI基金的组织形式主要有BVI商业公司（business company，“BC”）、投资组合公司（SPC）、有限合伙（limited partnership）以及单位信托（unit trust）。

BVI的传统强项在于《BVI公司法》下各类公司的设立，相应地，在BVI设立的基金也以BC和SPC结构为主，且大部分是对冲基金。BVI基金中采用有限合伙和单位信托形式的较为少见。根据FSC发布的2019年第三季度Statistical Bulletin，截至2019年第三季度，在BVI注册的公司数量为402,234家，有限合伙的数量为927家。



BVI有限合伙和BC在数量上的巨大差距很大程度是因为BVI此前《合伙企业法（1996）》³⁵不太适合基金运作。2018年1月11日，《BVI有限合伙法》正式生效，有望吸引更多的私募基金以有限合伙形式在BVI落地。

（i）商业公司

BC成为BVI最受欢迎的组织形式主要原因在于其设立程序高效、便捷且成本较低，同时BC公司信息的保密性较好。BC具有独立法人地位，其股东的责任

³³ BVI Business Companies Act, 2004 及其不时修订更新版。

³⁴ Limited Partnership Act, 2017 及其不时修订更新版。

³⁵ The Partnership Act, 1996 及其不时修订更新版。

仅限于认购BC股份缴付的出资。此外，BC的章程文件（memorandum and articles of association）具有基金运营所需的充分灵活性。例如，BC公司章程只需要说明它可能发行的最大股份数量，该等股份可以没有票面价值（par value），且董事可依章程规定指定不同类别和系列的股份。

(ii) SPC

SPC为独立法人实体，同时又能创设各种独立投资组合（SP），每个SP可持有不同的资产并由不同类别的股份所代表，每个SP的资产和负债可独立于其他SP及SPC自身的资产和负债，且每个SP的债权人仅可对该SP的资产具有追索权，具有法定的隔离效应。由于SP没有法律主体资格，所以SPC应当代表SP来行事，包括签署任何协议。

(iii) 有限合伙

2018年1月11日的《BVI有限合伙法》生效之前，选择BVI的有限合伙制私募基金非常少。《BVI有限合伙法》做出了突破性的革新，不仅在基本规则上更加健全，还通过创新有限合伙的一系列制度，使其与现代化的基金运作模式相适应，大大增强了BVI对私募基金的吸引力。《BVI有限合伙法》的主要变革之处包括但不限于：（a）赋予普通合伙人对有限合伙法律人格的选择权；（b）允许有限合伙就其财产担保进行登记；（c）扩大有限合伙人“安全港”行为的范围；以及（d）强化对出资回报的管理等。

《BVI有限合伙法》规定，除非普通合伙人另行选择，有限合伙具有法律人格。值得特别注意的是，法律人格的选择是终局性的，在有限合伙成立之后不可变更。此外，《BVI有限合伙法》将有限合伙的法人权利限制在特定的范围内，包括：

- （a）以有限合伙的名义提起或参与诉讼；
- （b）以书面法律文件的方式在有限合伙的财产上设置担保(create a charge)，并对有限合伙财产上的担保进行登记，经登记的权利人享有对抗第三人的优先权，且登记在先的权利享有针对登记在后权利人的优先权；
- （c）两个或两个以上的具有法律人格的有限合伙享有合并权。

(iv) 单位信托

在BVI采用单位信托形式的基金并不多见，其应用大多出于监管要求或税收考虑。作为一种基金形式，单位信托基于信托契约建立，没有法人资格，其资产由受托人根据信托契约条款持有并管理，也可委托专业第三方管理。单位信托计划中的单位持有人（unit holder）是信托资产的实益拥有人，且原则上每个持有人均有权按比例分享信托财产的份额。

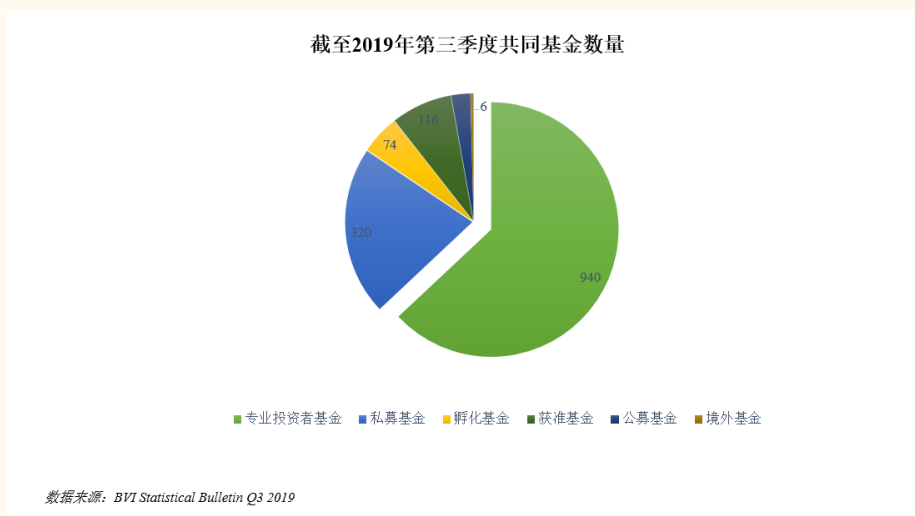
(2) 基金类型

(i) 共同基金

根据《SIBA》，共同基金指根据BVI或者其他任何国家的法律设立并具有以下特征的公司、合伙企业、单位信托或任何其他组织：

- (a) 为对外投资而汇集投资者资金；且
- (b) 向投资者发行基金权益，投资者有权在提出要求后即时或者在提出要求后一定期间内获得分配收益，其金额参照相关权益比例所对应的基金净资产价值计算得出。

根据《SIBA》对共同基金的分类，共同基金包括专业投资者基金(professional funds)、私募基金(private funds)、孵化基金(incubator funds)、获准基金(approved funds)、公募基金(public funds)和设立在BVI境外但在FSC注册且获认证的境外基金(recognized foreign funds)。其中，专业投资者基金、私募基金及获准基金占了绝大多数。根据FSC发布的2019年第三季度Statistical Bulletin，截至2019年第三季度，在BVI注册的基金共1,492家，其中专业投资者基金940家，私募基金320家，孵化基金74家，获准基金116家，公募基金36家，境外基金6家。



各类共同基金的特点简要归纳如下：

专业投资者基金	专业投资者基金的份额只能向“专业投资者”发行，且除非属于“豁免投资者”，每位投资者在基金中的初始投资不低于10万美元。 “专业投资者”指符合以下两个条件之一的投资者：(i) 其从事的日常业务（无论为自身或他人利益）均涉及收购或处置与基金所持有的同类型的财产；或(ii) 其单独或与其配偶共同持有的资产净值超过100万美元。
---------	--

	<p>“豁免投资者”指该共同基金的基金管理人、行政管理人、发起人、承销人，以及该基金或基金管理人的员工。</p>
私募基金	<p>指投资者人数不超过 50 人，且必须采用私募方式进行募集的共同基金。私募基金无专业投资者要求。</p> <p>“私募”的标准和推定：(i) 应当针对特定的投资者，而非面向公众投资者；或者 (ii) 推介人与投资者之间应当具有私人或者业务方面的关联。根据 FSC 的政策指引，向不超过 300 人进行推介的（最终私募基金投资者仍不得超过 50 人），如果其能够证明是向特定的投资者募集并且没有向其他人募集的明显意图，则视为符合私募标准。</p>
孵化基金	<p>孵化基金应符合以下要求：(i) 最多可以有 20 个投资者，且每位投资者最低初始投资金额为 2 万美元，同时基金的投资组合价值不得超过 2,000 万美元；(ii) 在符合前述条件的前提下可运作 2 年（经向 FSC 申请可延长 1 年），期满后应转为更正式的基金形式（如获准基金、私募基金或专业投资者基金）或终止其运营。</p> <p>孵化基金为初创型管理人提供了一个新的选择。其较低的建立和运营成本、有限的持续性义务等特点均将吸引越来越多的探索型管理人，孵化基金有助于他们在将孵化基金转换为更复杂的基金产品之前获得业绩记录。</p>
获准基金	<p>获批准基金应符合以下要求：(i) 最多可以有 20 个投资者（但无最低初始投资金额要求），同时基金的总投资价值不超过 1 亿美元；(ii) 无投资运营期限限制，但若其投资者人数或基金投资组合价值连续两个月超过上限的，则应转为更正式的基金形式（私募基金或专业投资者基金）或终止其运营。</p>
公募基金	<p>是指可以向公众投资者发行基金份额的共同基金。因公募基金本质上是一种零售产品，因此这类共同基金面临的监管也是最严格的。</p> <p>公募基金在从事任何 BVI 境内的经营活动或者来自于 BVI 境内的经营活动之前，必须在 FSC 注册。公募基金除了满足《SIBA》的认可要求外，还需要满足 BVI《共同基金条例》和《公募基金条例》项下的相关要求，例如，公募基金募集说明书不但需要按照《SIBA》的规定符合充分、准确、全面的信息披露原则，且应该</p>

董事会或者相应代表签署（对发行文件相应的内容负责）。

（ii） 私募投资基金

2019年12月31日，《证券与投资业务法（修正案）2019》（Securities and Investment Business (Amendment) Act, 2019, “《SIBA 2019修正案》”）以及《私募投资基金条例（2019）》（Private Investment Funds Regulations, 2019, “《BVI私募基金条例》”）生效，BVI首次建立了对私募投资基金(private investment funds)的监管规则。在新的监管体系下，私募投资基金须在开始运营活动后的14日内经FSC认可（recognition）方能继续开展业务。

（a） 私募投资基金的定义

与《SIBA》项下共同基金的定义类似，《SIBA 2019修正案》关于私募投资基金的定义亦包括“汇集资金”、“投资者有权获得基金分配”等要素，具体来说，私募投资基金指根据BVI法律或者其他国家的法律成立的且具有以下特征的公司、合伙企业、单位信托或其他组织：

- 为集合投资及分散投资风险之目的汇集投资者资金；且
- 向投资者发行基金权益，使其持有人获得基金分配，其金额参照相关权益比例所对应的基金净资产价值计算得出。

私募投资基金在下列情形下分别构成在BVI开展运营活动或从BVI开展运营活动，进而会受到《SIBA》和《BVI私募基金条例》的监管：

● 在BVI境内开展运营活动

私募投资基金（无论是否在BVI境内设立）（a）在BVI境内（in the Virgin Islands）：有主营业务地址；或（b）向BVI境内的个人推介认购基金权益。

● 从BVI境内开展运营活动

在BVI境外开展运营活动的私募投资基金，（from within Virgin Islands），且满足下列条件之一：（a）属于BVI公司；（b）属于根据BVI法律成立的合伙企业；（c）属于受BVI法律管辖且从BVI境内管理的单位信托。

（b） FSC 认可条件

私募投资基金须满足相关条件才能获得FSC的认可，主要包括下方所述的“基本前提”和“人员要求”。

● 基本前提

编号	前提内容
1.	该基金是根据 BVI 或其他国家法律合法设立的；
2.	该基金的组织文件应说明基金符合下列情况：

编号	前提内容
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 基金投资者人数不得超过 50 人； ■ 基金份额采取非公开的方式发行； ■ 除向豁免投资者（exempted investors）³⁶发行外，基金仅能向专业投资者（professional investors）发行，且专业投资者在基金中的初始投资金额不应低于 100,000 美元。根据《SIBA 2019 修正案》的规定，“专业投资者”指符合以下两个条件之一的投资者： <ul style="list-style-type: none"> （i）其从事的日常业务（无论为自身或他人利益）均涉及收购或处置与基金所持有的同类型的财产；或 （ii）其单独或与其配偶共同持有的资产净值超过 1,000,000 美元。
3.	基金符合《BVI 私募基金条例》规定的其他条件；
4.	基金符合其适用的相关实务指引（practice directions）；以及
5.	认可基金为私募投资基金不违反公共利益。

● 人员要求

如希望被FSC认可为私募投资基金，基金还应配备授权代表、董事（如为公司形式）和指定人士，指定人士的任命应在正式任命前7日向FSC提交。

	授权代表	董事	指定人士
人数	1 位	至少 2 位	原则上为 3 位，当同一人士同时负责管理基金资产及基金估值时，基金应识别、管理和监督潜在利益冲突，向投资人披露并说明将如何解决利益冲突
职能	FSC 与基金之间的联络人	基金整体运营	分别负责基金资产的管理、估值及保管
任职要求	可以是 BVI 公司、BVI 合伙企业或常住住所或习惯性住所在 BVI 的个人，但需取得 FSC 颁发的证明	至少 1 名是自然人	不限于自然人，可以由私募投资基金的董事（如基金为公司形式）、普通合伙人（如基金为合伙企业）、受托人、具有相关经验的第三方，或者管理人、行政管理人或托管机构担任
变更	应在 14 日内通知 FSC	应在 14 日内通知 FSC	应在 7 日内通知 FSC

³⁶ 根据《共同基金条例（2010）》，豁免投资者指：（1）基金管理人（manager）、基金行政管理人（administrator）、基金推介人（promoter）或基金承销商（underwriter）；（2）管理人或推介人的雇员；（3）其他 FSC 指定的豁免投资者。

(c) BVI 当地代表

私募投资基金向FSC申请认可的，需通过其在BVI的当地代表向FSC提交相关材料，该等当地代表可以是基金的授权代表、注册代理或法定代表人（legal representative）。

(d) 年度审计要求

私募投资基金在获得FSC认可后，需在每个财政年度结束后的6个月内（除被FSC豁免或经批准延期外）向FSC提交经审计的财务报表。

(e) 过渡期

《SIBA 2019修正案》和《BVI私募基金条例》虽然已于2019年12月31日生效，但BVI政府同时规定了6个月的过渡期，即在2020年7月1日之前开展业务的私募投资基金需要在过渡期届满前申请认可。过渡期结束后，在BVI设立的私募投资基金在开展运营活动后的14日内需向FSC提出认可申请。

2.2.4 基金管理人资质

如私募基金管理人希望在BVI境内开展投资³⁷交易³⁸活动（investment business），除其属于豁免人士（excluded person），或其投资交易活动属于豁免活动（excluded activities）外，均应事先取得FSC颁发的牌照（licence）或者申请成为获准管理人（approved manager）。

(1) 基金管理人牌照

(i) 牌照核发的条件

根据《SIBA》的规定，如果私募基金管理人需要申请牌照，那么需要满足下列条件：

- (a) 申请人符合《SIBA》和《监管准则》关于申请的要求；
- (b) 申请人拟开展相关的投资交易活动；
- (c) 颁发牌照不违背公共利益；

³⁷ 根据《SIBA》的规定，“投资（investment）”包括十类，分别为（1）股权、合伙权益、共同基金权益等；（2）公司债券（debentures）；（3）股权、权益或债券凭证（instruments giving entitlement to shares, interests or debentures）；（4）特定投资的证明（certificates representing investments）；（5）期权（options）；（6）期货（futures）；（7）差价合约（contracts for differences）；（8）长期保险合同（long-term insurance contracts）；（9）投资中的权利和权益（rights and interests in investments）；（10）特定投资（specific investment），私募基金权益通常可归类为第（1）类“投资”。

³⁸ 对于“投资交易”（investment business）的范畴，《SIBA》规定投资交易共有7类，分别为（1）证券交易（dealing in securities）；（2）撮合证券交易（arranging deals in securities）；（3）管理投资（managing investments）；（4）就证券提供建议（providing investment advice）；（5）为投资提供托管服务（providing custodial services with respect to investments）；（6）为投资提供行政管理服务（providing administration services with respect to investments）；（7）运营投资交易所（operating an investment exchange），私募基金管理人的投资交易行为一般可直接归属于“管理投资”的范畴。

- (d) 组织、申请人的管理和财政资源或在牌照颁发时能充分保证其开展相关的投资交易活动；
- (e) 申请人、其董事和高级职员以及任何持有申请人重大权益(**significant interests**, 通常为 10%或以上比例)的人士必须满足 FSC 规定的“适当人士标准”(fit and proper criteria); 及
- (f) 申请人在持有牌照之后, (x) 其财政资源 (**capital resources**) 不少于《SIBA》规定的数额; (y) 另行遵守《SIBA》、《监管准则》和其他适用的操作规则 (**practice directions**)。

对于“适当人士”的判断, 主要的判断因素包括: (i) 诚实、守信及声誉; (ii) 素质及能力; 及 (iii) 财务情况良好。然而, 除了这三个标准外, BVI《监管准则(2010年修正案)》(**Regulatory (Amendment) Code, 2010**)当中明确说明, FSC也会通过其他因素考量申请人是否符合“适当人士标准”, 同时详细规定了以上三个标准的考量因素。

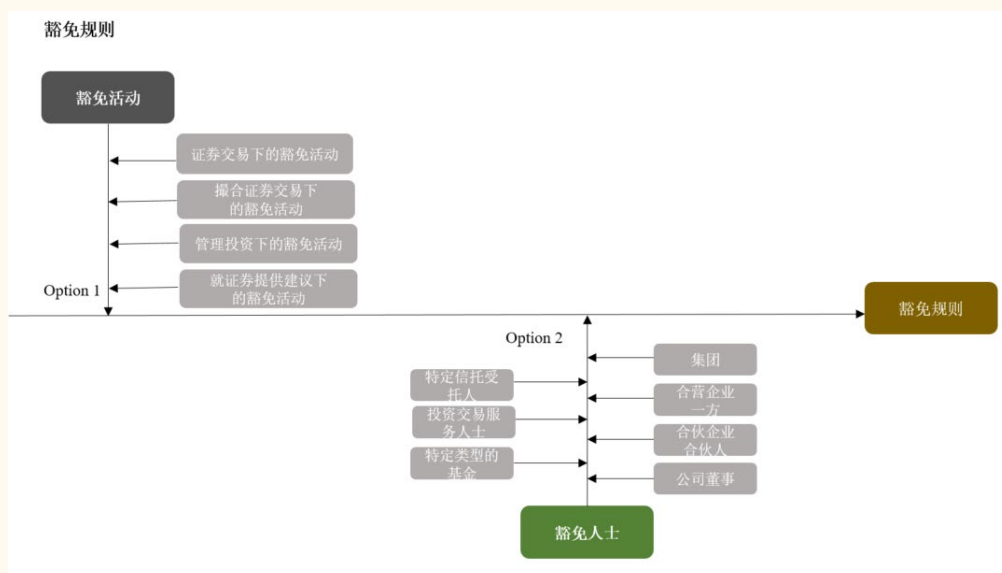
另外, 《SIBA》允许FSC颁发附条件的牌照, 该等条件为FSC认为适当的条件, 同时FSC可主动或因持牌人的申请而变更、撤销所附加的条件, 或主动附加新的条件。

(ii) 申请牌照的费用及时间

根据《SIBA》及《金融服务委员会(费用)条例(2015年修正案)》(**Financial Services Commission (Fees) (Amendment) Regulations, 2015**)的规定, 牌照分为7大类、15小类, 管理人管理的基金不属于共同基金的, 则需申请第3E类-管理其他类型的投资的牌照。私募基金管理人申请第3E类牌照“管理其他类型投资”, 则应在申请时应缴纳1,500美元(如在6月30日前缴纳)或者750美元(如在6月30日之后缴纳), 并在每年缴纳1,500美元的牌照续期费。同时, FSC通常会在6周内处理完毕牌照申请。

(2) 豁免规则

《SIBA》设置了相关豁免规则，包括豁免活动与豁免人士。如私募基金管理人的行为属于豁免活动，或其本身具备豁免人士资格，则将免于申请牌照。



(i) 豁免活动

总体上，《SIBA》附则二B部分规定的豁免活动均为投资交易类别下特殊的例外豁免活动，包括：（i）证券交易下的豁免活动；（ii）撮合证券交易下的豁免活动；（iii）管理投资下的豁免活动；（iv）就证券提供建议下的豁免活动。

关于“管理投资下的豁免活动”的内容，该豁免活动指的是，如管理投资的行为是商品或服务的供应者作为主体，为了向客户销售商品或提供服务的目的而作出的，或者与向客户销售商品或提供服务相关，则该等投资管理行为不被视为《SIBA》规定的管理投资活动。

尽管《SIBA》提供了适当的豁免活动规则，但私募基金管理人的基金管理活动通常难以落入管理投资下的豁免活动的范围，不能根据豁免活动的范围享受豁免待遇。

(ii) 豁免人士

正如前述，申请牌照往往需要满足相关条件，且实务中，由于申请牌照耗时长、成本高且面临较多的持续性合规限制等原因，除申请成为“获准管理人（approved manager）”外，私募基金管理人寻求成为豁免人士，以豁免取得牌照，也是较为合适的选择。

(a) 豁免人士的主体资格

《SIBA》附则二分别规定了豁免人士规则，同时要求豁免人士除具备下文列表所示的身份之一外，必须同时满足以下两项：（x）不因从事该等投资交易

而直接或间接单独取得报酬；且（y）不得对外宣称或显示其提供证券投资交易服务。

编号	《SIBA》规定的豁免人士规则
1.	完全与集团内的其他公司，或完全为集团内的其他公司从事投资交易活动
2.	成为合营企业一方，并为合营企业或合营企业其他方提供投资交易服务
3.	该人士是合伙企业的合伙人，并为合伙企业的其他合伙人或合伙企业提供投资交易服务
4.	该人士是公司的董事，并为其所担任董事职位的公司或者该公司所属集团的其他公司提供投资交易服务，且该等投资交易服务系为其所担任董事职位的公司之目的或与该公司相关。
5.	作为信托的受托人为信托提供投资交易服务，但不适用于：（1）单位信托的受托人；（2）提供的托管服务属于附则规定的“为投资提供托管服务”的投资交易类型
6.	提供投资交易服务的人士属于：（1）财产的执行人（executor）或行政管理人（administrator）；（2）公司财产或者资产的接管人（receiver）；（3）公司的清算人或者管理人；（4）破产财产受托人（trustee in bankruptcy）
7.	公共基金（public funds）、私募基金（private fund）或专业基金（professional fund）或者其他受认可的外国基金作为共同基金（mutual fund）在 BVI 境内开展交易活动

（b）豁免人士申请的程序

《SIBA》未规定豁免人士的申请程序。我们理解，相关主体若具备《SIBA》下的豁免人士条件，即自动取得豁免人士资格而无需另行申请。

（3）获准管理人

根据前述，申请基金管理人牌照需要满足一系列条件。基于此，BVI通过于2012年12月10日生效的《投资业务（获准管理人）条例》（Investment Business (Approved Managers) Regulations），以及于2014年通过的《获准投资管理人指引》（Approved Investment Managers Guidelines），提供了一项“轻监管”基金管理人（即获准管理人）（approved manager）制度。

BVI提供“获准管理人”（approved manager）规则，旨在满足私募股权、风险投资和众多其他寻求以经济有效方式快速开展业务的基金管理人的需求。尽管取得“获准管理人”资格仍需向FSC提出申请以取得资格，但其适用的申请程序更为简化，且持续合规义务更轻。获准管理人主要特点如下：

(i) 简易申请流程

申请人必须在开展投资业务的预定开始日期前至少7天以规定的形式向FSC提交申请，并附上1,000美元的申请费。在七天期限届满后（或FSC批准的较短期限），申请人可以开始并进行“相关业务”，最长期限为30天（此期限可经申请再延长30天）。前述30天（包括延长期）期间申请人将被视为已获得批准。如果FSC最终未批准获准管理人申请的，则申请人必须停止进行相关业务。

(ii) 特定限制和要求

获准管理人制度主要有以下限制和要求：（i）其管理（或提供投资咨询）的基金总规模有一定限制（即在管的开放式基金的资产总额不得超过4亿美元，在管的封闭式基金认缴出资总额不超过10亿美元），一旦超出该等限制，获准管理人应在7日内通知FSC，并在三个月内根据《SIBA》的规定申请基金管理人牌照，或将其管理的基金规模降低至限额内，否则，于三个月届满之日，获准管理人必须立即停止相关业务；（ii）所涉及（管理或提供投资咨询）的基金类型限制：一般而言，获准管理人可以作为以下基金的管理人（或提供投资咨询）：（a）《SIBA》项下的私募基金和专业投资者基金；（b）注册在BVI且与私募基金或专业投资者基金类似的封闭式基金。

(iii) 较低申请费用和时间成本

FSC收到申请人提交的申请之后，其将尽力在申请人提交申请日后的30日内或经FSC批准可再延长30日内处理申请。同时，申请人需额外缴纳1,000美元的申请费、1,000美元（6月30日前）或750美元（6月30日后）的核准费用，并于每年缴纳1,500美元的续期费。

(iv) 持续合规义务

获准管理人持续义务远远少于《SIBA》项下的基金管理人牌照对持有人所要求的义务。通常，获准管理人只须保证：（a）始终有一名授权代表和至少两名董事（其中一名是个人）；（b）就发生的关于申请信息的任何变更通知FSC；（c）就其运营过程中发生的可能对该管理人或其业务的监管产生重大影响的事项通知FSC；（d）向FSC提交年度财务报表（可未经审计）及年度申报（annual return）。

2.2.5 经济实质法

基于欧盟商业税收行为准则小组（EU Code of Conduct Group for Business

Taxation) 和经济合作与发展组织 (OECD) 对在BVI境内注册的实体的经济实质问题的关注, BVI于2018年12月19日发布了《2018年经济实质(公司和有限合伙)法》(“《BVI经济实质法》”)³⁹, 并随后于2019年10月9日发布了《BVI经济实质规则》(Rules on Economic Substance in the Virgin Islands, “《BVI经济实质规则》”), 且BVI已于2020年2月10日对《BVI经济实质规则》进行了更新。基于BVI在经济实质方面所作出的一系列努力, 2020年2月18日, 欧盟更新了其税收监管不合作辖区清单(“不合作清单”)⁴⁰, 正式宣布BVI为税收监管的完全合规辖区⁴¹。

根据《BVI经济实质法》第5条规定, BVI经济实质法的两大原则为: (1) 在任意财务年度内从事“相关业务”(relevant activity)的“法律实体”(legal entity)需就该“相关业务”⁴²符合BVI经济实质要求; (2) 若法律实体从事多项相关业务的, 需就每一项相关业务满足BVI经济实质要求。如违反《BVI经济实质法》的, 则相关实体或负责人将受到处罚, 包括罚款、罚金⁴³、监禁和/或注销登记(视具体情况而定)。

具体来说, 判断是否需要满足BVI经济实质要求, 最重要的是依照顺序回答如下三个问题:

- (1) 是否为《BVI 经济实质法》《BVI 经济实质规则》所规定的法律实体?
- (2) 如是, 该法律实体是否从事相关业务?
- (3) 如是, 该法律实体就税务目的而言是否为 BVI 之外的其他司法管辖区⁴⁴之税收居民?

如最后一题答案为否, 则该等BVI实体需要满足经济实质要求。此时, 该等BVI实体通常有三种选项:

- (1) 确保相关业务满足经济实质要求;
- (2) 不再从事相关业务, 或者变更业务模式使其不再属于法律规定的“相关业务”范畴; 或者

³⁹ Economic Substance (Companies and Limited Partnerships) Act, 2018 及其不时修订更新版。

⁴⁰ 请参见: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52020XG0227\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52020XG0227(01))。

⁴¹ 为免疑义, 此前 BVI 未被欧盟列为“不合作司发辖区”, 但在观察名单上, 只是未获得欧盟的认可。

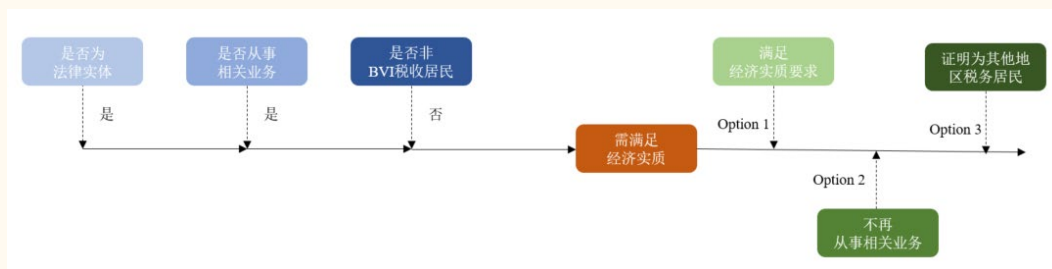
⁴² 根据《BVI 经济实质法》, 共有九项“相关业务”, 包括: (1) 银行业务; (2) 保险业务; (3) 基金管理业务; (4) 融资租赁业务; (5) 总部业务; (6) 运输业务; (7) 持股业务; (8) 知识产权业务; 以及 (9) 分销和服务中心业务。

⁴³ 如主管机关第一次决定相关实体不满足经济实质要求的, 则相关实体应缴纳的罚金为 5,000 美元至 20,000 美元 (除知识产权法律实体外); 如在指定期限内仍未按照主管机关要求采取的措施进行整改的, 且主管机关第二次决定相关实体不满足经济实质要求的, 该等罚金为 10,000 美元至 200,000 美元 (除知识产权法律实体外)。

⁴⁴ 不得为欧盟公布的“不合作清单”中的司法管辖区。

(3) 证明其自身为其他地区税务居民。

具体简述为下图：



(1) 法律实体

根据《BVI经济实质法》以及《BVI经济实质规则》，所谓的“法律实体”指公司（company）或有限合伙（limited partnership）。

“公司”包括：（a）根据《BVI公司法》设立的公司；（b）根据《BVI公司法》进行登记的外国公司（foreign company）。公司不包括非居民公司（non-resident company）。

“有限合伙”包括：（a）根据《BVI有限合伙法》已成立或新设的有限合伙；（b）根据《BVI有限合伙法》进行登记的外国有限合伙（foreign limited partnership）。有限合伙不包括：（a）非居民有限合伙；（b）无法律人格（legal personality）的有限合伙。

进一步而言，所谓的“非居民公司”或“非居民有限合伙”，均指该等实体不得为BVI税务居民，且也不得为欧盟公布的“不合作清单”中的司法管辖区的税务居民。若声称自己为“非居民公司”或“非居民有限合伙”，该实体应当向国际税务局（International Tax Authority, “ITA”）提交证明文件。《BVI经济实质规则》的第三条规定详细列举了ITA可以接受的证明文件，包括税务机关出具的确认函、当地的缴税记录、自我税务评估确认函等。

(2) 相关业务

《BVI经济实质法》，共规定了九项“相关业务”，下述三点尤其值得私募基金从业者重点关注：

(i) 投资基金业务

根据《BVI经济实质规则》的规定，投资基金业务（investment fund）不属于“相关业务”。基于此，我们理解在BVI设立的投资基金（无论公司制或合伙制，开放式或封闭式），由于不属于“相关业务”，故应无需满足BVI经济实质要求。

(ii) 基金管理业务

根据《BVI经济实质法》以及《BVI经济实质规则》所进一步释明，基金管

理业务（fund management business）特指需要法律实体持有根据《SIBA》颁发的牌照才能从事的相关业务。基于此，由于常见的BVI私募基金管理人，并非根据《SIBA》持有牌照，而是通常获得“获准管理人”资质，故我们理解此类BVI私募基金管理人亦无需满足BVI经济实质要求。

（iii） 持股业务

根据《BVI经济实质规则》所进一步释明，“持股业务”指作为纯持股实体的相关业务。“纯持股实体”（pure equity holding entity）指仅在其他实体中持有股权投资并仅收取分红和资本回报的法律实体。

需注意，（a）若该法律实体持有任何其他类型的投资或资产（例如债券投资、持有不动产等），则不属于前述纯持股实体范围；（b）所谓持有股权投资（equity participation）应作广义解释即包括在公司持有股份或有限合伙人在有限合伙持有份额。

基于此，我们理解红筹架构中或私募基金架构中常见的BVI持股实体会比较大的概率落入到“纯持股实体”和“持股业务”的范围，并需要满足相应的经济实质要求。

（3） 如何满足经济实质要求

（i） 一般要求

概括而言，除了持股业务另有规定外，针对一般的相关业务，需要满足以下条件方可视为满足BVI经济实质：

- （a） 在 BVI 进行决策和管理（direction and management in BVI）；
- （b） 在 BVI 有充足的支出（adequate expenditure）及雇员，并有适当的场所（appropriate premises），ITA 会从商业角度考虑相关实体开展相关业务的方式，判断支出和人员是否充足，以及场所是否适当；以及
- （c） 在 BVI 从事核心创收业务（core income generation activities），对于判断是否在 BVI 从事核心创收业务，如通过在 BVI 境内的雇员开展业务或者外包给在 BVI 境内的其他人士均构成在 BVI 境内从事核心创新业务。

就什么是“核心创收业务”，《BVI经济实质法》和《BVI经济实质规则》对此进行了解释说明，以基金管理业务为例，核心创收业务指：（i）作出投资决策；（ii）计算风险和储备；（iii）对货币和利率波动和套期保值作出决策；（iv）为监管部门和/或投资者提供报告。以持股业务为例，核心创收业务指从事持有权益所有相关活动。

(ii) 针对持股业务的要求

根据《BVI经济实质法》的规定，满足如下条件的纯持股实体视为符合经济实质法要求：（a）符合《BVI公司法》或《BVI有限合伙法》的相关法定义务；（b）在BVI拥有足够的雇员及场所从事持股业务（或管理其持股业务）。与上述一般要求相比，纯持股实体并不要求必须在BVI进行决策和管理，也并不要求在BVI从事核心创收业务。此外，纯持股实体就前述雇员及场所的要求可以采取外包的方式，且《BVI经济实质规则》明确对此类外包不设任何限制。

2.3 美国特拉华州

2.3.1 特拉华州简介

特拉华州（State of Delaware）是美国最小的州之一，只有不到100万人口，但却有超过一半的美国上市公司设立于此。就私募基金而言，美国是私募基金监管较严格的国家之一，但美国的特拉华州因其悠久的历史、健全的成文立法和司法判例、高效的政府系统及税务优惠等优势，成为了国际私募基金主流设立地之一。本章节将重点介绍美国特拉华州私募基金的法律监管框架，并分享一些在特拉华州设立基金相关的实务经验。



2.3.2 私募基金监管框架

美国的私募投资基金主要受《证券法》监管，美国私募基金及其投资顾问的监管机构为美国证券交易委员会（Securities and Exchange Committee, “SEC”）。

因此，特拉华州的私募基金在联邦层面将会主要受到以下法律的综合监管：美国《1940年投资公司法》⁴⁵（“《投资公司法》”）、《1940年投资顾问法》⁴⁶（“《投资顾问法》”）、《1933年证券法》⁴⁷（“《证券法》”）、《1934年证券交易法》⁴⁸（“《证券交易法》”）及其各自不时的修订案和附属规定。设立在美国境外的基金及其管理人，若其接纳美国投资人对基金的投资、在美国境内存在募集行为、或募集行为以其他任何方式与美国发生联系，也都可能在不同程度上受到美国法律的监管。

在州层面而言，特拉华州的私募基金则还会受到州立的蓝天法（Blue Sky Law）监管。此外，根据基金主体、管理人主体的组织形式不同，相关主体还分别受《特拉华州修订统一有限合伙法》⁴⁹、《特拉华州LLC法》⁵⁰等相关法律法规的监管。

2.3.3 私募基金设立形式和架构

特拉华州私募基金的基本架构通常包括以下实体：（1）基金实体，通常采用有限合伙（Limited Partnership）的形式；（2）基金的普通合伙人，有选择有限责任公司（LLC）⁵¹的形式，亦有采用有限合伙的形式；（3）基金管理人，通常亦选择LLC的形式。

特拉华州于1973年通过对《美国统一有限责任公司法》⁵²修订，形成了其现行的《特拉华州修订统一有限合伙法》。《特拉华州修订统一有限合伙法》中的规定为合伙人的默认法定权利及救济措施，但在契约自由精神的原则下，特拉华州秉持着“若无另行约定，方适用法律规定”的理念，给予协议双方极大的自由去独立约定其在合伙企业内的相关权利及义务。因此，在特拉华州设立的基金有较大的空间与各合伙人协商相互间的权利及义务，以满足特殊的商业目的，深受投资人的青睐。当然，《特拉华州修订统一有限合伙法》中也有一些不允许协议更

⁴⁵ Investment Company Act of 1940 及其不时修订更新版。

⁴⁶ Investment Advisers Act of 1940 及其不时修订更新版。

⁴⁷ Securities Act of 1933 及其不时修订更新版。

⁴⁸ Securities Exchange Act of 1934 及其不时修订更新版。

⁴⁹ Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act 及其不时修订更新版。

⁵⁰ Delaware Limited Liability Company Act 及其不时修订更新版。

⁵¹ 特拉华州有限责任公司（LLC）与中国法下的有限责任公司差别很大。例如，中国法下的有限责任公司需要在公司层面就其收入纳税，而特拉华州 LLC 如有两个以上（含）成员，即自动被视为合伙企业，因而作为所得税穿透实体不需要在公司层面就其收入纳税，直接穿透到具体的成员层面纳税；而如 LLC 只有一个成员，则被自动视为个人独资企业（sole proprietorship），亦无需担心公司与股东层面的双重征税。

⁵² Uniform Limited Liability Company Act 及其不时修订更新版。

改的法定责任，如虽合伙协议可约定限制或排除某一合伙人对有限合伙企业或对另一合伙人的相对责任，但不得限制或消除构成恶意（bad faith）违反诚信和公平交易的任何作为或不作为的相关责任。此外，尽管《特拉华州修订统一有限合伙法》规定合伙企业需保存有关其基本信息的文件和资料（必要时需要提供给其有限合伙人），但并不必须保存在特拉华州内，且特拉华州的法律也没有要求必须有托管人（custodian）或行政管理人（administrator）。

相较于有限合伙形式，LLC是一种较新的组织形式，其享有独立的法律人格，成员（members）均对LLC承担有限责任。根据《特拉华州LLC法》，除非LLC协议⁵³或其他协议另有约定，LLC成员无须以个人名义承担LLC的任何债务、义务或责任，且LLC各成员的出资无须超过其各自在LLC协议或其他协议中承诺的出资额。在法定返还分配款项方面，如果LLC向其成员分配某笔款项之时，该等分配完成后，企业的对外义务（不包括对LLC成员就其所持LLC权益所负义务、债权人以LLC特定财产抵债的部分）超过LLC资产的公允价值，则触发法定返还分配款项义务。其成员均可自由约定最适合其自身的管理方式，既可以由一名或多名成员管理，也可以委任成员之外的一名或多名管理人管理，也可以是前两种管理方式的结合⁵⁴。根据《特拉华州LLC法》，管理人或成员对特拉华州LLC及其他管理人和成员负有包括但不限于受托人责任（fiduciary duty）在内的义务，但除合同隐含的善意和公平交易义务（implied contractual covenant of good faith and fair dealing）外，LLC协议可以对管理人或成员的义务进行限制甚至排除。⁵⁵

此外，在设计基金架构时需要考虑的另一个重点问题就是税务安排。实践中，类似于其他设立地，特拉华州的GP和基金管理人可以为同一家公司，此时由GP收取管理费（management fee）和收益分成（carried interest）；但更普遍的架构则为GP和基金管理人分别由两家公司担任，此时由GP收取收益分成（或者设立特殊有限合伙人实体专门收取收益分成），基金管理人收取管理费。在美国，管理费需作为普通收入（ordinary income）按照较高的所得税率纳税，而收益分成则可以作为长期资本利得享受较低的税率⁵⁶。GP和基金管理人由两家主体分别担任，可最大程度减少GP同时担任基金管理人的情况下，其收取的收益分成也

⁵³ Limited Liability Company Agreement，亦常称为 Operating Agreement；值得注意的是，《特拉华州 LLC 法》并不强制要求 LLC 必须有书面的 LLC 协议。

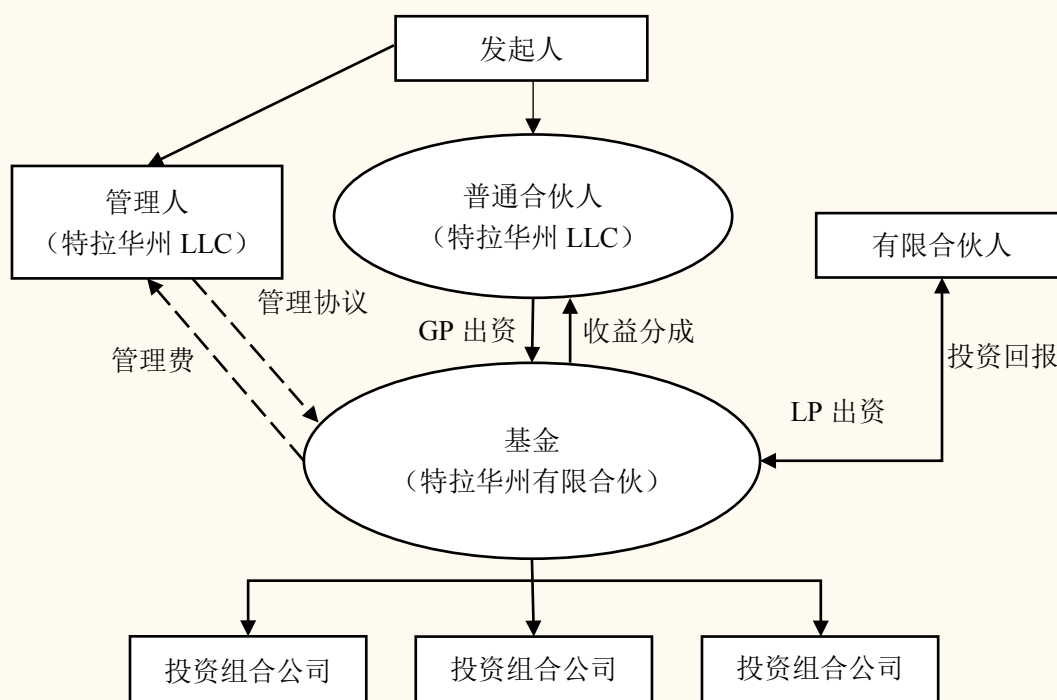
⁵⁴ 私募基金领域的实践中，大多情况下特拉华州的 LLC 由一名（或多名）成员担任管理人。

⁵⁵ 根据 Black's Law Dictionary，合同隐含的善意和公平交易义务（implied contractual covenant of good faith and fair dealing）是指交易当事方在合同项下隐含的承诺，配合其他合同当事方使得双方均可获取合同的完整利益，不会从事任何损害某一合同当事方从合同中取得利益的行为（An implied covenant to cooperate with the other party to an agreement so that both parties may obtain the full benefits of the agreement; an implied covenant to refrain from any act that would injure a contracting party's right to receive the benefit of the contract）。

⁵⁶ 在 2017 年底特朗普政府推动的美国税改改革法案（The Tax Cuts and Jobs Act，《TCJA 法案》）通过之前，长期资本利得所需的持有期为 1 年，税改之后，收益分成需满足 3 年的持有期方能适用长期资本利得税税率（最高税率仍为 20%）（且如收益分成在关联方之间转让，每次转让 3 年的期限重新计算），低于 3 年持有期的财产转让所得则按照普通收入适用个人所得税税率（最高税率 37%）。

被视作服务性收入（而非资本利得）适用较高税率的风险。此外，由于GP对基金的债务承担无限连带责任，一般建议就每支基金设立专门的GP实体，用于隔离每支基金的GP之间的责任。基金管理人是基金聘请的独立实体，本身与GP的责任相互隔离，因而一家基金管理机构通常较多选择用同一家管理公司来管理旗下多支基金，这样有利于对内作为统一的费用核算中心，对外作为统一的公司形象，亦便于长期积累基金管理公司的商誉和无形资产。

综上，较为典型的特拉华州美元基金架构一般如下图：



最后，在设立基金主体时还需要考虑的一个问题就是其是否会被视为《投资公司法》项下的“投资公司”，从而需向SEC登记并接受相应监管。就基金主体而言，除非满足一定豁免条件，其通常属于“投资公司”。前述豁免条件主要指《投资公司法》项下的第3(c)(1)条或第3(c)(7)条的规定。第3(c)(1)条豁免条件指基金的权益均由合格投资人（accredited investor）持有，且适用相关穿透规则后最终受益所有人（beneficial owner）⁵⁷不超过100名，并且该基金未曾且不计划进行公开发售；第3(c)(7)条豁免条件指基金的权益仅由合格购买人（qualified

⁵⁷ 在计算受益所有人人数时，有一些特殊的计算规则。如夫妻共同持有一份基金份额，夫妻共同算作一名受益所有人。如为美国境外设立的基金，则仅计算美国投资人的人数，非美国投资人不计算在100名受益所有人的范围内。

purchaser)⁵⁸持有，且该基金未曾且不计划进行公开发售⁵⁹。在美国，大多数私募基金选择成为第3(c)(1)条豁免基金，因为相较于第3(c)(7)条豁免条件，优势在于其无需满足额外的投资者资格限制条件。

2.3.4 私募基金管理人与基金募集合规

(1) 基金管理人

法定义务。根据《投资顾问法》第206章以及特拉华州的衡平法，基金管理人作为该法项下定义的“投资顾问”，对其客户负有受托人责任（fiduciary duty）。根据《投资顾问法》，投资顾问作为有限合伙人、其他合伙人、基金实体本身的受托人，承担着以其最大利益为出发点行事的根本义务。针对投资顾问监管的主旨是反欺诈，受托人责任的关键是要求投资顾问全面公平地披露所有重要事实，以保护投资者是在知情情况下作出投资决定。

注册及豁免。根据《投资顾问法》规定，除非满足豁免条件，投资顾问应在SEC进行注册。投资顾问指从事为他人提供有偿证券投资咨询或者出具分析报告业务的人员和机构。通常情况下，基金的管理公司/管理人（因有偿管理美国基金且提供投资咨询建议）将被视为投资顾问，应依据《投资顾问法》向SEC进行注册。但如管理人满足以下豁免条款，可免于向SEC注册：

- (i) 私募基金投资顾问豁免 (Private Fund Adviser Exemption)。美国私募基金满足下列条件的投资管理免于《投资顾问法》项下的向 SEC 注册的规定：(a) 其只向私募基金提供投资咨询服务，即满足《投资公司法》第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条豁免的私募基金；且 (b) 所管理的在美国的资产少于 1.5 亿美元（需要每年进行评估）。
- (ii) 风险投资基金投资顾问豁免 (Venture Capital Fund Adviser Exemption)⁶⁰。如果一投资顾问管理的所有基金均为风险投资基金，其管理的基金数量或资产规模可依据本豁免条款不受限制。风险投资基金主要是指满足下列条件的基金：(a) 满足《投资公司法》下的豁免条件；(b) 向投资人及潜在投资人表明基金采用的是风险投资策略（为保证本豁免条款的适用，私募基金的募集资料中应当明确说明所采用的策略是风险投资策略）；(c) 投资人无赎回权；(d) 进行的“非适格投资”不超过基金资产的 20%；且 (e) 借贷（或产生

⁵⁸ 合格购买人通常指持有不低于 500 万美元投资资产的自然人（包括封闭式的家族办公室），或总投资资产不低于 2,500 万美元的投资机构。此外，如果实体的所有所有者均为合格购买人，则该实体将被视为合格购买人。请注意，就美国境外注册的基金（如开曼基金）而言，则仅其美国投资人需满足该等条件。

⁵⁹ 请注意，若根据第 3(c)(7)条豁免的基金拥有投资人数量达到 2,000 人且总资产超过 1,000 万美元，则需要在《证券交易法》第 12(g)条项下注册成为报告公司（reporting company），向 SEC 公开提交定期报告。

⁶⁰ 《1940 投资顾问法》第 203(1)章。

杠杆率)不超过基金资产的15%,并且为短期。

- (iii) 海外私募投资顾问豁免 (Foreign Private Adviser Exemption)。满足以下条件的投资管理人免于向 SEC 注册:(a)在美国没有经营地点;(b)拥有的美国客户及其管理的私募基金中的美国投资者不超过15名;(c)其美国客户及其所管理的私募基金中的美国投资者的总资产低于2,500万美元;且(d)其从未在美国公开表明其为投资顾问或作为投资顾问向注册的投资公司或商业发展公司提供咨询建议。⁶¹通常来说,美国境外设立的基金管理人可以依赖于此豁免条款。

依据作为私募基金投资顾问和风险投资基金投资顾问获得豁免的投资顾问属于“豁免报告顾问”(exempt reporting adviser, 意即豁免于注册、但需要履行一定报告义务的投资顾问),必须在依赖该豁免的60天内向SEC递交一份ADV表格(需披露ADV表格中的部分项目,主要包括投资顾问的业务结构、投资顾问的所有人和关联结构、投资顾问管理的私募基金的信息、投资顾问及其关联机构参与的其他有利益冲突的业务、投资顾问及其员工在历史上的合规合法问题),并且每年都要递交ADV表格内容的更新。投资顾问递交的ADV表格将在投资顾问公开披露网(IAPD网)上向公众公开。

(2) 私募基金募集

根据《证券法》的基本原则,除非满足特定的豁免条件,所有对外募集和销售证券的交易活动均应在SEC进行注册。美国《证券法》中“证券”的定义非常广泛,并不局限于通常意义上的股票及债券,通常来说私募基金份额也属于证券。因此,投资者认购基金份额、进行募集和销售的行为均受《证券法》监管。在美国发行的私募基金,通常根据《证券法》中的《D条例》(美国境内发行“安全港”规则)豁免登记要求,或根据《S条例》(美国境外发行“安全港”规则)在美国境外进行私募发行。

《D条例》具体包括了以下两种豁免情形:

- (i) 506(b) 豁免。基金可向不受人数限制的合格投资人(accredited investor)以及不超过35位的非合格投资人(non-accredited investor)发售基金份额。但非合格投资人须具有一定的投资经验,即必须具有足够的金融和商业知识和经验,使其能够审慎评估拟进行投资的价值及风险。在此条规定下,基金须向投资者进行足够的信息披露,使其作出知情的投资决定,且基金不得利用公开募股或广告的方式推销证券。在满足以上条件的情况下,该基金份额的发售可豁免于《证券法》下的登记要求。

⁶¹ 《1940 投资顾问法》第 203(b)(3)章。

- (ii) 506(c) 豁免。如果基金的投资人均合格投资人，且该基金采取了合理的措施验证了所有投资人的资信身份（如查验投资人的税表、信用报表、银行记录等），那么该基金可以公开的方式面向社会进行宣传及发行基金份额以募集资金。在满足以上条件的情况下，该基金份额的发售可不依据《证券法》进行登记。

而按照《S条例》，如满足以下两个条件，私募基金份额的发行会被视为在美国境外发生：(i) 在美国境外交易中进行发行或销售份额；以及(ii) 份额的发行主体、分销商或其各自的关联人未在美国有直接的销售行为（directed selling efforts）。一般而言，《S条例》适用于非美国投资人的投资，《S条例》对美国人士的定义侧重于个人是否为美国居民或投资工具是否为依据美国法律设立。

2.4 新加坡

2.4.1 新加坡简介

作为国际金融中心之一，新加坡以其发达的金融服务业、有力的税收激励措施、完善的法律及监管体系和宜居的环境等优势成为重要的角逐方之一。尤其是近年来，新加坡政府加大制度设计，例如出台基金免税计划及可变资本公司法等，增加了在新加坡开展基金管理业务的吸引力。



根据新加坡金融监管局（Monetary Authority of Singapore, “MAS”）发布的《2018年新加坡资产管理调查》（2018 Singapore Asset Management Survey），截至2018年12月31日，新加坡资产管理规模总额为34,370亿新元（约24,295亿美元）⁶²，其中私募股权（private equity）资产管理规模为2,130亿新元（约1,506亿美元），风险投资（venture capital）资产管理规模为60亿新元（约42亿美元）。

⁶² 2020年3月14日，新加坡元兑换美元的汇率为1: 0.7069。

2.4.2 基金监管框架

新加坡涉及基金行业监管的法律法规主要包括：（1）《证券与期货法》（Securities and Futures Act, “SFA”）和《金融顾问法》（Financial Advisors Act, “FAA”）；（2）以SFA和FAA等法律为基础制定的一系列规章、守则和指引等下位规定，如《证券和期货（许可和经营行为）条例》（Securities and Futures（Licensing and Conduct of Business）Regulations）、《集合投资计划守则》（Code on Collective Investment Schemes）、《基金管理公司的许可、注册和业务指引》（Guidelines on Licensing, Registration and Conduct of Business for Fund Management Companies）等。

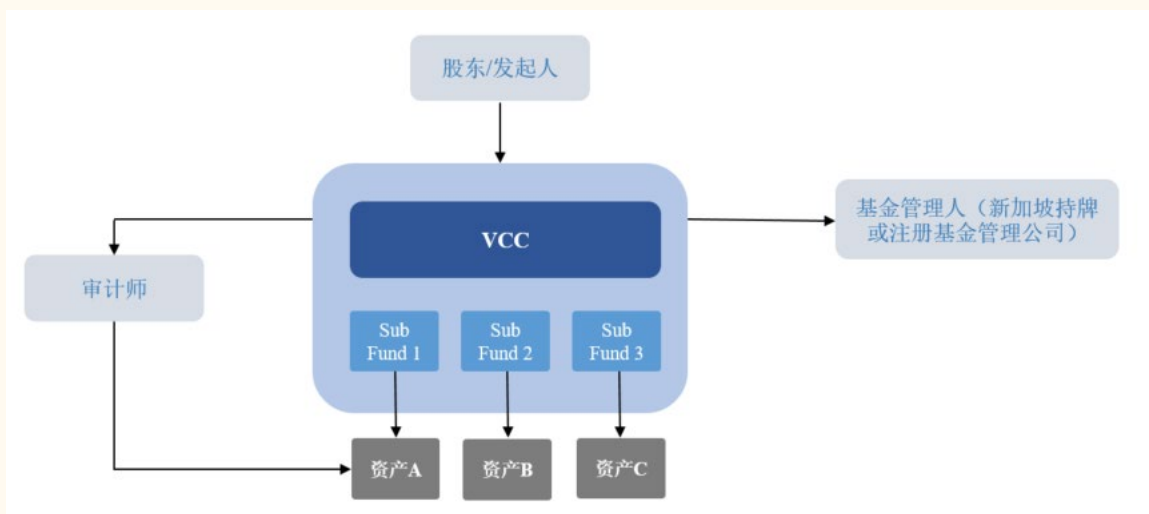
新加坡基金和基金管理人受MAS监管。MAS是新加坡的中央银行和金融监管机构，负责统一监管货币、银行、保险和证券业务等。

2.4.3 私募基金设立形式和架构

在新加坡设立基金可采取的传统组织形式主要包括公司型、有限合伙型和单位信托，除了这些传统结构，2020年1月15日生效的新加坡《可变资本公司法》（Variable Capital Companies Act）创建了可变资本公司（Variable Capital Company, “VCC”）这一新型基金结构，其主要特点包括：

- （1）可作为单体公司基金，也可以作为伞形基金结构，在作为伞形基金结构时，子基金之间的资产和负债相互隔离；
- （2）可同时发行封闭式基金（如私募股权基金）和开放式基金（如对冲基金）；
- （3）必须由新加坡持牌/注册基金管理公司担任管理人；
- （4）必须在新加坡有经营实质，对非公募 VCC 而言，至少 1 名董事在新加坡境内居住，且至少 1 名董事由管理公司的代表或者董事担任；
- （5）有新加坡境内注册地址，且必须委聘新加坡境内的秘书公司；
- （6）有强制审计要求，且必须委聘新加坡境内的审计师；
- （7）VCC 的股份可以按基金的净资产值赎回，其他形式的公司中通常不允许从股本中直接派发股利；
- （8）无需召开年度股东大会，且无需公开股东名册；以及
- （9）允许现有新加坡境外的公司制基金转移至新加坡并注册为 VCC。

VCC的大致结构图如下：



2.4.4 基金管理人资质

在新加坡，基金管理业务属于SFA规定的受监管活动，新加坡的基金管理人需要具备下列资质之一：

- (1) 取得资本市场服务牌照（capital markets services license），成为持牌基金管理公司（licensed fund management company, “LFMC”）；或
- (2) 登记为注册基金管理公司（registered fund management company, “RFMC”）。

LFMC可进一步分为公募基金管理公司（Retail LFMC）、合格投资者基金管理公司（A/I LFMC）和创业投资基金管理公司（VC LFMC）三类。各类管理人的特点总结如下：

管理人类型		特点
LFMC	Retail LFMC	可向公众募集资金和开展业务，无投资人数量和最低投资金额等限制。
	A/I LFMC	仅能向合格投资者开展业务，合格投资者主要包括： <ol style="list-style-type: none"> (1) 符合下列标准的高净值投资者：就个人而言，净资产超过 200 万新元，或金融资产净值超过 100 万新元，或最近 12 个月收入不少于 30 万新元；就公司而言，净资产超过 1,000 万新元；

管理人类型	特点
	<p>(2) 仅向(1)项所述高净值投资者发售的基金;</p> <p>(3) 机构投资者,包括但不限于中央政府及其下设机构(不限于新加坡)、多边组织、国际组织、银行、保险公司、信托公司、持有资本市场服务牌照的公司、受认可交易所、清算机构、存托机构等、金融监管机构(不限于新加坡)、养老基金;或</p> <p>(4) 仅由上述高净值投资者和/或机构投资者组成的有限合伙企业。</p>
VC LFMC	<p>仅能管理创业投资基金(“VC 基金”),且创业投资基金须满足如下条件:</p> <p>(1) 基金 80%的认缴出资(扣除费用和支出)直接投资于非上市的创业型企业(unlisted business venture),且被投企业在接受 VC 基金初次投资时成立不超过 10 年。对同一创业型企业的后续投资也是可计入投资规模;</p> <p>(2) 至多只能将基金 20%的认缴出资(扣除费用和支出)投资于不满足(1)项下的创业型企业,例如,那些创业型企业在接受 VC 基金投资时,成立超过 10 年,且/或是通过受让股份的方式进行的投资;</p> <p>(3) 不能持续开放认购,且不能任意由投资者赎回;及</p> <p>(4) 仅能向高净值投资者及/或机构投资者进行募集。</p>
RFMC	<p>/</p> <p>仅能向不超过 30 名合格投资者募集,且资产管理规模(不包括投资者认缴但未实缴的金额)不能超过 2.5 亿新元。</p>

2.5 欧洲

卢森堡（Luxembourg）和泽西岛（Jersey）是欧洲基金管理人和投资人最熟悉的两大基金设立地，对于欧洲之外的管理人来说，这两个地区也是他们进军欧洲的重要跳板。

2.5.1 卢森堡基金

（1）卢森堡简介

卢森堡位于欧洲西北部，是一个金融业高度发达的国家。得益于其良好的基金生态系统、完善且稳定的基金法律与税收制度等，卢森堡也是欧洲范围内最大的投资基金中心。



根据卢森堡金融监管局（Commission de Surveillance du Secteur Financier, “CSSF”）公布的《2018年度报告》，截至2018年12月31日，经批准的投资基金管理人（authorised investment fund managers）管理的资产总额为33,993亿欧元（约为37,749亿美元）⁶³，其他投资基金管理人管理的资产总额为664亿欧元（约为737亿美元）。

卢森堡在投资基金制度设计方面的灵活性包括但不限于（i）引入独立投资组合公司制度，允许证券化发行方设立不同投资组合（compartment）；以及（ii）允许有限合伙企业的有限合伙人可以担任普通合伙人的管理人员，且不会对该有限合伙人的有限责任造成负面影响等。

（2）私募基金监管框架

2011年，欧盟发布《另类投资基金管理人指令》（Alternative Investment Fund

⁶³ 2020年3月15日，欧元兑换美元的汇率为1: 1.1105。

Managers Directive, “AIFMD”), 为欧洲经济区 (European Economic Area)⁶⁴ 成员国的基金监管建立了统一的指导性框架。但是AIFMD作为欧洲经济区内的总纲性规定, 其具体规则和监管要求须由欧洲经济区成员国在国内法层面制定并执行。

卢森堡于2010年12月17日发布《证券集合投资计划法》⁶⁵, 将欧盟于2009年发布的《欧盟指令 (2009/65/EC)》⁶⁶ 转化为国内法, 建立与欧洲经济区统一的可转让证券集合投资计划 (undertakings collective investment in transferable securities, “UCITS”) 监管制度。此外, 卢森堡于2013年7月12日发布《另类投资基金管理人法》⁶⁷ (“《卢森堡另类投资基金管理人法》”), 将AIFMD转化为国内法实施。该法建立了卢森堡对另类投资基金 (alternative investment fund) 的主要监管规则。

(3) 私募基金设立形式和架构

卢森堡基金包括UCITS及另类投资基金两大类。其中, 另类投资基金基本涵盖了UCITS以外的所有基金, 主要包括如下类别: (i) 可变资本投资公司 (“SICAR”⁶⁸); (ii) 专业投资基金 (Specialised Investment Fund, “SIF”); (iii) 保留另类投资基金 (Reserved Alternative Investment Fund, “RAIF”); 以及 (iv) 集合投资计划 (Undertakings for Collective Investment, “UCI”)。

UCITS是开放式公募基金, 其与另类投资基金的主要区别在于:

	UCITS	另类投资基金
定义	<ul style="list-style-type: none"> (1) 唯一目标是投资于可转让证券及/或其他流动性金融资产; (2) 资金向公众募集; (3) 以分散风险作为投资原则; 且 (4) 经份额持有者要求, 可赎回份额。 	除UCITS外的所有基金, 指下列集合投资计划: <ul style="list-style-type: none"> (1) 向投资者募集资金, 并按照特定投资策略为投资者利益进行投资; 且 (2) 不属于 UCITS。

⁶⁴ AIFMD 是欧盟境内对另类投资基金管理人与另类投资基金的统一监管规则, 但 2016 年 9 月 30 日, 欧洲经济区联合委员会通过作出决定的方式, 将 AIFMD 纳入了《欧洲经济区协议》(EEA agreement), 进而 AIFMD 的适用范围扩大至包括冰岛、挪威、列支敦士登和 27 个欧盟欧洲经济区成员国国家组成的欧洲经济区。因此, 本章节在欧洲经济区范围内讨论欧洲经济区基金监管问题。

⁶⁵ Law of 17 July 2010 on undertakings for collective investment 及其不时修订更新版。

⁶⁶ Directive 2009/65/EC of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities 及其不时修订更新版。

⁶⁷ Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers 及其不时修订更新版。

⁶⁸ Société d’investissement à capital variable。

	UCITS	另类投资基金
开放式/ 封闭式	开放式	开放式或封闭式
投资标的	仅能投资安全且流动性资产 (例如股票、债券等)	可进行任何标的投资
形式	<p>(1) 普通基金 (fonds commun de placement, “FCP”): FCP 在一定程度上类似中国的契约型基金。</p> <p>(2) 可变资本投资公司 (Investment Company with variable capital, “SICAV”): SICAV 形式的 UCITS 仅能以公众有限公司的组织形式设立。</p> <p>(3) 固定资本投资公司 (Investment Company with fixed capital, “SICAF”⁶⁹): 选择 SICAF 形式的 UCITS, 则具体的组织形式包括如下 2 种:</p> <p>(i) 公众有限公司; 及</p> <p>(ii) 股份有限公司。</p> <p>但无论以何种组织形式设立, 都必须是开放型 (open-</p>	<p>根据不同的基金类型, 可以选择不同的形式:</p> <p>(1) 可变资本投资公司: 具体的组织形式包括:</p> <p>(i) 公众有限公司 (“SA”);</p> <p>(ii) 私人有限公司 (“Sàrl”);</p> <p>(iii) 股份有限公司 (“SCA”);</p> <p>(iv) 有限合伙 (“SCS”);</p> <p>(v) 特殊有限合伙 (“SCSp”); 以及</p> <p>(vi) 公众合作公司 (“SCoSA”)。</p> <p>(2) 专业投资基金: 可以选择的形式包括 FCP、SICAV 及 SICAF, 具体的组织形式包括: SA、Sàrl、SCA、SCS、SCSp、SCoSA。</p> <p>(3) 保留另类投资基金: 可以选择的形式包括 FCP、SICAV 及 SICAF, 具体的组织形式包括: SA、Sàrl、SCA、SCS、SCSp、SCoSA。</p> <p>(4) 集合投资计划: 可以选择的形式包括 FCP、SICAV 及 SICAF, 具体的组织形式包括</p>

⁶⁹ Société d’investissement à capital fixe.

UCITS	另类投资基金
ended) 的基金。	SA、Sàrl、SCA、SCS、SCSp、SCoSA。

(4) 基金管理人资质

根据《卢森堡另类投资基金管理人法》，在卢森堡境内开展另类投资基金管理业务的，除适用豁免情形外，需取得CSSF的核准（authorisation）。欧洲经济区作为经济共同体，在卢森堡设立基金相关实体的直接好处是可以享受“经济区护照”待遇。

AIFMD除统一了欧洲经济区内的另类投资基金监管规则外，还提供了“护照（passport）”（“经济区护照”）机制，打通了在欧洲经济区成员国设立的基金管理人在欧洲经济区其他成员国的募资通道。在“经济区护照”下，以在卢森堡设立的管理人作为例子，只要基金管理人获得CSSF的核准，其可管理在欧洲经济区其他成员国内设立的基金；除此之外，其还可以向欧洲经济区内其他投资者推介在欧洲经济区内设立的基金。然而，要享受欧洲经济区护照待遇，必须满足“双经济区标准”，即必须是欧洲经济区内的基金管理人且为欧洲经济区内的基金。对于想在欧洲经济区不同国家募集资金的基金管理人而言，在卢森堡设立基金管理人进而享受欧洲经济区护照待遇无疑具有非常大的吸引力。



2.5.2 泽西岛基金

(1) 泽西岛简介

泽西岛位于英吉利海峡靠近法国海岸线的海峡群岛里，是英国皇家属地。因其临近欧洲大陆、政治经济环境稳定、法律制度成熟、监管灵活、税务政策友好等原因，广受欧洲的管理人和投资者欢迎。在泽西岛设立另类投资基金管理人（“泽西岛基金管理人”）及另类投资基金（Alternative Investment Fund，“泽西岛基金”）⁷⁰，进而向欧洲经济区内的投资者募资也是境外基金市场上常见的架构安

⁷⁰ 泽西岛《另类投资基金条例》（Alternative Investment Funds (Jersey) Regulations）规定下的“另类投资基金”需符合《另类投资基金管理人指令》（Alternative Investment Fund Managers Directive, “AIFMD”）规定的“另类投资基金”定义。AIFMD 第 4 条规定，“另类投资基金”指“从投资者处募资，并为了这些投资者的利益、根据已确定的投资策略进行投资的集合投资计划；且该集合投资计划不属于需要按照欧盟《可转让证券集合投资计划》（UCITS）获得审批的基金”。UCITS 在欧盟应用于可以面向公众投资者募资的具有公募性质

排。根据泽西岛金融服务委员会（Jersey Financial Services Commission, “JFSC”）的统计，截至2019年12月31日，泽西岛私募基金数量为844支，总资产净值约为3,457亿美英镑（约4,421亿美元）⁷¹。近年来，泽西岛也逐渐受到中国基金业同仁的关注，尤其是计划与欧洲管理人进行Co-GP合作、大部分投资人来源于欧洲或投资标的位于欧洲的基金。



(i) 稳定的政治经济环境

泽西岛政府鼓励包括私募基金在内的高质量商业机构的发展，泽西岛政府服务意识极强，运作效率非常高，乐于接受公众的意见并根据市场需求积极调整相关法律。泽西岛还有众多富有国际经验、能够熟练使用多国语言的从业人员及专业服务机构，能够为基金管理人提供专业且高效的服务。此外，由于泽西岛与欧洲经济区基于历史和地域上的联系，与其他离岸地相比，泽西岛本身的法律制度更易受到欧洲经济区的认可。

(ii) 成熟的法律制度和灵活的监管体系

泽西岛法律体制深受英国商业相关法律的影响，形成了一套成熟的商业法律体系。就基金监管而言，泽西岛提供了不同组织形式、监管强度不同的基金以满足市场需求。

(iii) 税收优惠

根据泽西岛税收相关法律，无论泽西岛基金采用何种类型，对于非来源于泽西岛的投资收入和利润（non-Jersey source investment income and profits），均不征收所得税。通过基金资产退出的所得无需在泽西岛缴纳所得税。以基金常

的基金，另类投资基金则属于私募性质的基金。因此本章节仅就另类投资基金的监管进行讨论。如无特别指出，本章节的基金管理人仅指另类投资基金管理人，私募投资基金或基金仅指另类投资基金。

⁷¹ 请参见：<https://www.jerseyfsc.org/industry/sectors/funds/funds-statistics/>。

用的有限合伙组织形式为例，泽西岛在有限合伙层面不征税；非居民投资者投资于泽西岛有限合伙获得的收入也无需于泽西岛缴纳所得税。此外，泽西岛对转让、赎回等处分有限合伙份额的行为不征收印花税，也没有资本利得税和遗产税等税负。

（2）私募基金监管框架

泽西岛的基金监管机构是JFSC，主要的监管法规包括《金融服务法（泽西岛）（1998）》（“《金融服务法》”）⁷²、《另类投资基金条例（泽西岛）（2012）》（“《另类投资基金条例》”）⁷³、《另类投资基金指令（泽西岛）（2013）》（“《另类投资基金指令》”）⁷⁴和《另类投资基金和另类投资基金服务业务行为准则》（“《行为准则》”）⁷⁵。值得注意的是，《另类投资基金条例》及《另类投资基金指令》是在AIFMD的背景下制定的，完善了对另类投资基金的监管规则，与欧洲经济区对另类投资基金的监管体系保持一体化。

（3）私募基金设立形式和架构

在泽西岛设立的基金可以选择公司、有限合伙（包括具有独立法人资格的独立有限合伙（separate limited partnerships）在内的多种形式）和单位信托（Unit Trust）作为其组织形式。此外，与欧洲经济区管理人面临AIFMD的强监管相比，泽西岛提供了受认可基金（Recognized Funds）、未分类基金（Unclassified Funds）、上市基金（Listed Funds）、专家基金（Expert Funds）、合格投资者基金（Eligible Investor Funds）、泽西岛私募基金（Jersey Private Funds）和不受监管基金（Unregulated Funds）等监管强度不同的各种类型基金。

（4）基金管理人资质

在泽西岛设立基金管理人需向JFSC申请牌照，或者向JFSC申请成为“轻监管”（sub-threshold）基金管理人。申请成为轻监管人基金管理人的，基金管理人需满足以下条件：（i）管理的杠杆资产（leveraged assets）的价值不能超过100万欧元，（ii）管理的非杠杆资产及封闭资产至少500万欧元；（iii）需向JFSC提出申请。

然而，即使泽西岛的基金管理人取得牌照或满足“轻监管”基金管理人的要求，其仍不能直接管理欧洲经济区内的基金，同时其管理的泽西岛基金也不能直接面向欧洲经济区投资人募资。通常设立在泽西岛的基金，其募资对象为欧洲投资人。如前文所述，欧洲经济区护照待遇仅适用于满足双经济区标准的基金，因

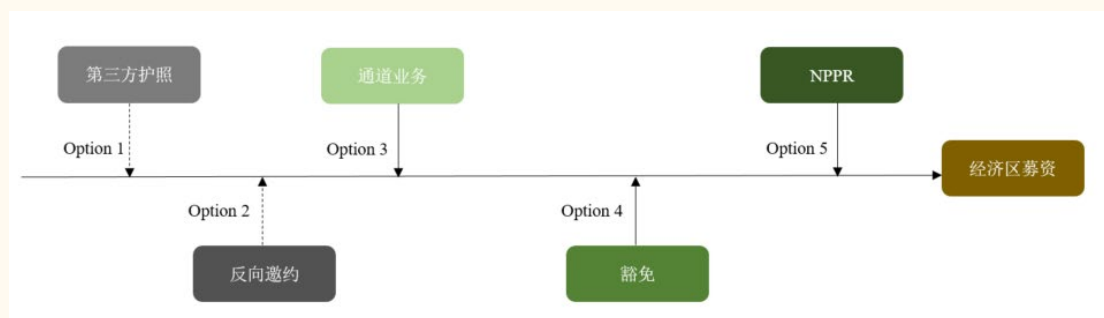
⁷² Financial Services (Jersey) Law 1998 及其不时修订更新版。

⁷³ Alternative Investment Funds (Jersey) Regulations 2012 及其不时修订更新版。

⁷⁴ Alternative Investment Funds (Jersey) Order 2013 及其不时修订更新版。

⁷⁵ Code of Practice for Alternative Investment Funds and AIF Services Business 及其不时修订更新版。

此位于欧洲经济区之外的泽西岛基金管理人可通过以下五种方式就其管理的基金向欧洲经济区内的投资者募资，包括：（i）第三方护照（third-party passport）；（ii）反向邀约（reverse solicitation）；（iii）通道业务；（iv）豁免；以及（v）国家私募发行制度（national private placement regimes, “NPPR”）。截至2020年3月，由于第三方护照机制尚未落地、反向邀约机制认定规则模糊、通道业务成本较高及豁免的限制过多等原因，国家私募发行制度成为泽西岛基金管理人在欧洲经济区内募资的主要依据。



（i） 第三方护照

AIFMD第40条为欧洲经济区外的基金管理人向欧洲经济区内的专业投资者募资提供了第三方护照通道（“**第三方护照**”）。通过第三方护照，泽西岛基金管理人可以如欧洲经济区管理人一般，无需履行繁琐的核准程序即可在欧洲经济区内向专业投资者募资。2015年，欧洲证券和市场管理局（The European Securities and Markets Authority, “ESMA”）曾向欧盟委员会提出适用第三方护照的动议，且将泽西岛作为第一批第三方护照适用地区，但至今该动议尚未被欧盟委员会批准。因而，第三方护照机制目前尚不能适用。

（ii） 反向邀约

简单来说，“反向邀约”指的是投资者自发向管理人发出认购请求的行为，该行为不是管理人主动作出的，所以不构成AIFMD下的“募资推介”，从而免受AIFMD的监管。由于AIFMD和欧洲经济区成员国国内立法均未规定“反向邀约”的具体认定规则，通常只能通过认定不构成“募资推介”推导出不受AIFMD监管的结论。

（iii） 委托募资安排

考虑到直接满足AIFMD的监管要求有一定难度，市场上存在泽西岛基金管理人通过欧洲经济区内管理人募资的商业实践（“**委托募资安排**”），且泽西岛基金管理人通常担任投资顾问（investment advisor）的角色。但是在该安排下，泽西岛基金管理人通常需要向欧洲经济区内管理人支付较高的通道费。

（iv） 豁免

AIFMD规定了两类豁免规则，即集团内部豁免和小规模基金管理人豁免，

这两种豁免规则对欧洲经济区外的基金管理人也适用。

根据“集团内部豁免”规则，如基金的投资者全部为集团投资者（包括管理人自身、其子公司或母公司（parent undertakings），或其母公司的其他子公司），且不存在任一类型的另类投资基金作为投资者的情况，则该基金管理人可不适用AIFMD。

根据“小规模基金管理人豁免”规则，如其满足以下两个条件，则该基金管理人在履行规定的登记程序后，可豁免适用AIFMD：（a）管理的基金总资产不超过1亿欧元（包括杠杆部分）；或（b）管理的基金总资产不超过5亿欧元，募资不存在杠杆，且自投资者首次对基金出资之日后5年内不得赎回。

（v） 国家私募发行制度

国家私募发行制度（NPPR）是目前泽西岛基金管理人就其管理的基金向欧洲经济区内的专业投资者募资的主要方式。NPPR来源于AIFMD第42条的规定，是第三方护照通道实行前的过渡措施，在第三方护照启用后将被取代。值得注意的是，并非所有欧洲经济区成员国均接受NPPR（例如意大利和法国不接受NPPR），即使在接受NPPR的国家，也在该制度下设置了不同的监管要求。截至2019年6月，泽西岛共172家管理人使用NPPR制度在欧洲经济区内推介310只基金。⁷⁶

总体而言，根据AIFMD第42条的规定，泽西岛基金管理人要通过NPPR向欧洲经济区内的专业投资者募资须满足以下四个要求：（a）泽西岛监管部门和目标国监管部门之间存在恰当的合作安排（appropriate cooperation arrangement）⁷⁷；

（b）泽西岛不属于反洗钱金融行动特别工作组（Financial Action Task Force on Money Laundering, “FATF”）认定的不合作国家或地区⁷⁸；（c）遵守透明度要求；以及（d）欧洲经济区成员国规定的其他要求。

2.6 中国香港

2.6.1 中国香港简介

众所周知，中国香港是全球领先的国际金融中心之一，是众多金融机构和私募基金的集中地。根据香港SFC在2019年7月发布的《2018年资产及财富管理活动调查》⁷⁹，香港私募股权基金的资金总额（不包括房地产基金）在2018年达到

⁷⁶ 请参见：<https://www.jerseyfinance.je/our-work/distributing-funds-to-the-uk-europe-and-beyond/>。

⁷⁷ 截至2020年3月15日，ESMA代表欧洲经济区成员国与泽西岛已达成合作安排。

⁷⁸ 目前该名单已更名为“高风险及不合作辖区”（High-risk and non-cooperative jurisdictions），截至2020年3月15日，泽西岛不属于高风险及不合作辖区。

⁷⁹ 请参见：

https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/Asset%20and%20Wealth%20Management%20Activities%20Survey%202018_EN.pdf。

1,590亿美元，位列亚洲第二，仅次于中国大陆。根据香港贸易发展局2018年的调查⁸⁰，在规模最大的专注于亚洲投资的私募基金中，有36只基金在香港设有管理机构，基金投资者包括退休基金、保险公司、主权财富基金、家族办公室等。

2.6.2 私募基金监管框架

香港证券及期货事务监察委员会（Securities and Futures Commission，“SFC”）是香港证券和期货市场（包括私募基金）的主要监管机构。根据香港《证券及期货条例》（第571章）（the Securities and Futures Ordinance（Cap. 571），“SFO”）的授权，SFC履行了许多私募基金行业监管的核心职能，包括制定并执行私募基金行业相关的法律法规，以及对私募基金管理人进行发牌和监督等。

合伙或信托组织形式的私募基金在香港的募集需要遵守SFO的规定，私人公司形式的私募基金在香港的募集则要同时遵守SFO及《公司条例》（the Companies Ordinance，“《公司条例》”）。

向香港人士进行资金募集，除非可以适用特定豁免情形，必须取得SFC的批准。其中，最常见的豁免情形为仅向SFO及《证券及期货（专业投资者）规则》（the Securities and Futures Ordinance（Professional Investors） Rules）等法律法规所规定的“专业投资者（professional investors）”进行募集。专业投资者可分为机构专业投资者（institutional professional investors）和高净值专业投资者（high-net-worth professional investors）。机构专业投资者主要指SFO规定的认可交易所（Recognized Exchange Company）、中介人（Intermediary）、认可财务机构（Authorized Financial Institution）、获认可的集体投资计划（Authorized Collective Investment Scheme）等实体。高净值专业投资者主要指在《证券及期货（专业投资者）规则》中规定的部分高资产净值投资者，即符合最低资产或净资产要求的个人或公司：个人投资者需满足投资组合不低于800万港元；公司或合伙企业需满足投资组合不低于800万港元或净资产不低于4,000万港元。

如果所有潜在投资者都不能达到专业投资者标准，则根据当前的市场惯例，募集对象不超过50个人也可享受豁免。此种豁免情形下，募集文件中应包含适当的说明，用于强调募集文件未经香港任何监管机构审查，并且鼓励投资者寻求独立的专业意见。

2.6.3 私募基金设立形式和架构

由于香港现有的《有限合伙条例》（Limited Partnerships Ordinance（Cap. 37））比较古老（于1912年颁布），其有限合伙制度与现代私募基金的发展并不十分匹配。因此，香港私募基金通常会采用离岸架构（如开曼有限合伙），使用香港注册实体作为私募基金主体的情形不太常见。

⁸⁰ 请参见：

https://www.fsd.org.hk/sites/default/files/Overview%20of%20HK%20Financial%20Services%20Industry_E.pdf

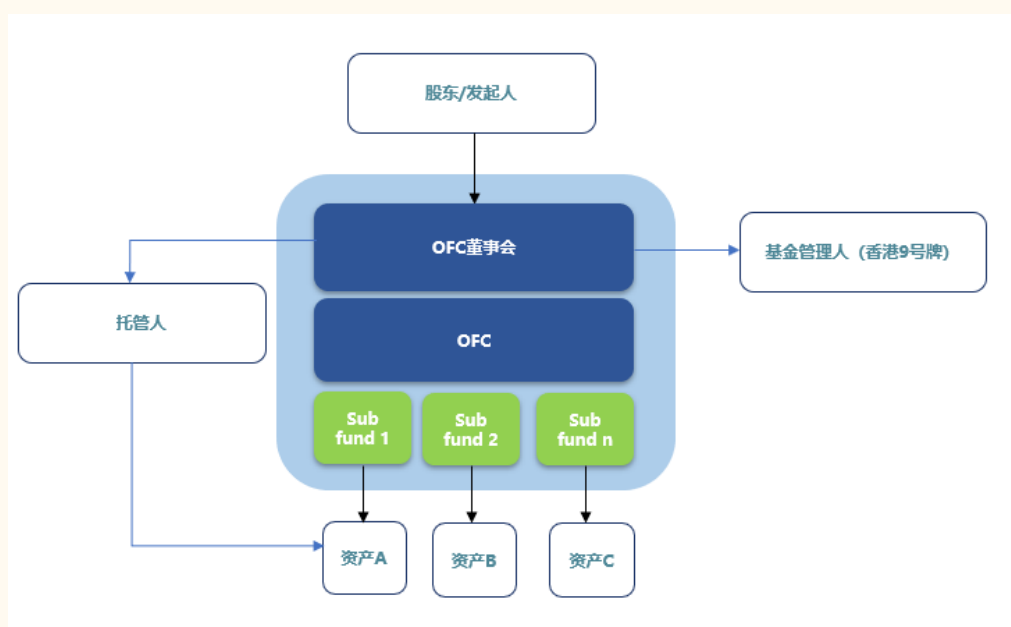
在香港本土设立的基金主要有两种形式：开放式基金型公司（open-ended fund company, “OFC”）和单位信托（unit trust）。此外，香港政府也正在考虑设计一种新的基金架构——有限合伙基金（Limited Partnership Regime for Funds, “LPF”），以期吸引更多的私募基金在香港本土落地。

（1）开放式基金型公司

开放式基金型公司（OFC）是专门用于投资基金的组织形式，与根据《公司条例》成立、受限于资本削减原则（capital reduction）的一般公司不同，允许公司股东对股份进行申购或赎回。OFC属于独立的法律实体，并拥有公司章程和董事会。OFC的董事会至少由两名董事组成，并具有良好的声誉以及相关的经验，且其中至少有一名董事为独立于托管人的独立董事。

OFC必须由持有香港9号金融牌照（资产管理）的公司担任基金管理人，且其所有资产必须委托托管人进行托管。

OFC可以是单体基金，也可以是伞形基金。伞形结构的OFC可发行多个子基金（sub-fund），不同子基金可以采取不同的投资策略。特定子基金的资产和债务仅属于该子基金，其他子基金的债权人不能对该子基金进行追索，具有债务隔离效应，这一点与开曼的独立资产组合公司（SPC）有异曲同工之处。伞形结构的OFC基本结构如下：



值得注意的是，香港《开放式基金型公司守则》（Code on Open-Ended Fund Companies）对私募OFC的投资范围作了明确限制，即：OFC持有的90%以上资产必须投资于：（1）香港9号金融牌照所许可的资产（证券（securities）、期货合

约（futures contracts）、证监会认可的房地产投资计划等）；或（2）现金、银行存款、存款证、外币及外汇交易合约。而香港非上市公司的股权则通常不构成SFO项下的证券（securities）。因此，相较于一些离岸私募基金，OFC基金的投资范围会受到一些限制。

（2） 单位信托

单位信托（unit trust）是根据信托契据（trust deed）成立的一项投资计划，单位信托集中了投资者的资产，并由受托人（trustee）委托基金管理人管理。投资者以单位形式持有基金，成为基金的受益人。在香港，单位信托结构最常见的形式是两方信托契据。单位信托的基金管理人也必须持有9号金融牌照。

（3） 香港有限合伙制度立法提案

2019年7月，一个由香港金融管理局、SFC、香港财经事务及库务局和税务局成员组成的特别行动小组就LPF作了若干提议，经过向业界寻求反馈意见后，已于2019年12月向香港立法会提交审议⁸¹。

该提案是针对基金有限合伙制度的独立立法建议，而不是对现有《有限合伙条例》的修订。需要注意的是，该提案尚未通过，不属于正式颁布的法律规则，其主要内容如下：

（i） 基本组织结构

与通常的有限合伙企业相同，LPF至少由一位普通合伙人（GP）和一位有限合伙人（LP）组成，LPF本身不具有独立法人地位。GP负责LPF的日常管理和投资决策，对LPF债务承担无限连带责任；而LP参与经济利益分配及其他允许的LPF事务（详见下方“LP安全港规则”），对合伙企业债务承担有限责任。

其中，可以担任GP的主体范围较广，GP可以是：在香港成立的私人公司（private company limited by shares）、在香港公司注册处（“注册处”）注册的非香港公司、香港或非香港有限合伙、香港居民或非香港个人。而LP可以是任何地方的自然人、公司、合伙企业或其他组织。

（ii） 管理人

GP应任命一名管理人（investment manager）执行基金日常的投资管理事务。管理人可以为香港注册公司或者年满18周岁的香港居民。为基金提供投资管理服务的管理人应按照SFC的规定取得相关牌照。

（iii） 组织文件

LPF成立和运作的核心组织文件为有限合伙协议（LPA），全体合伙人对LPA的约定事项享有自主权，包括但不限于投资范围和策略、LP入伙与退伙、基金份

⁸¹ 请参见：<https://www.legco.gov.hk/yr19-20/english/panels/fa/papers/fa20191202cb1-175-6-e.pdf>。

额转让、基金治理和决策机制、合伙人权利与义务以及重要经济安排（如出资、收益分配和回拨机制）等。

(iv) 注册要求

LPF的名称中须包含“Limited Partnership Fund”或中文“有限责任合伙基金”字样，LPF应有香港注册地址，并取得商业登记证（Business Registration Certificate）。

LPF的注册事务由注册处负责，且LPF的设立无需向SFC备案/登记。此外，LPF的注册申请须通过在港执业的律所或律师(solicitor)代表基金向注册处提交，而非通常的注册代理。

(v) LP 安全港规则

LP不得享有对LPF的管理权，同时也不得对LPF的底层资产进行控制，否则可能会丧失有限责任保护。基于安全港规则，LP参与特定事务不会丧失其有限责任保护，提案列举了一些安全港活动示例，如：

- (a) 在LPF的董事会/委员会任职；
- (b) 就LPF的业务、账册、估值或资产向GP或管理人提供许可或建议；以及
- (c) 参与特定事项的决策，包括但不限于：LP或GP入伙、退伙；LPF期限延长、终止；任命LPF管理人；修改LPF的投资范围等。

(vi) 审计与托管要求

LPF的GP须为LPF指定审计师对LPF进行年度审计。此外，GP应确保LPF资产有适当的托管安排，但该提案并未明确托管的具体要求，包括是否需要指定托管人。

(vii) 解散及清算

该提案为LPF提供了两种解散和清算的方式：

- (a) 自愿解散。根据该提案，GP有权与其他合伙人商定自愿解散的条件。在合伙人同意解散并收到香港税务局的完税证明（tax clearance）后，GP可以按照有限合伙协议中关于解散清算的约定执行相关的程序。完成相关程序后，GP应向注册处提交解散通知，以对LPF进行解散和注销登记；
- (b) 强制解散。出于投资者保护的目的是，如果LPF的合伙人/债权人或财务司司长（Financial Secretary）/注册处在特定条件下向法院提出了针对LPF的解散申请，LPF可被法院要求清算。此种情形下，法院可根据《公

司（清算及杂项规定）条例》将LPF作为未注册公司进行清算。

2.6.4 基金管理人资质

香港金融市场实行金融牌照管理制度，只有取得相关金融牌照，方可从事SFO规定的受规管活动（regulated activities）。除被豁免的情形外，经授权的金融机构（authorized financial institution）之外的任何其他人士如欲在香港开展受规管活动，必须向SFC申请金融牌照，否则可能会被追究民事和刑事责任。SFO规定了10类受规管的活动，与私募基金管理人较为相关的是第1类（dealing in securities，证券交易）、第4类（advising on securities，就证券提供意见）和第9类（asset management，资产管理）。

第1类（证券交易）受规管的活动包括与他人订立或试图与他人订立协议，或诱使、试图诱使他人订立协议，以取得或处置证券。因此，如果某一公司从事的活动涉及证券（包括有限合伙企业合伙权益）销售，则需要取得1号金融牌照。此外，从事投资机会寻找（deal sourcing）和执行私募股权交易（包括参与与目标公司的谈判）等活动也可能落入第1类受规管活动。

第4类（就证券提供意见）受规管的活动主要包括就取得或处置证券提供建议。如果某一公司提供有偿的投资建议，则除非此类咨询活动完全附属于第1类受规管活动，否则该公司必须申请并获得4号金融牌照。

第9类（资产管理）受规管的活动包括房地产投资计划、证券或期货合约管理等。如公司提供投资组合管理服务，则该公司需要取得9号金融牌照。第9类受规管活动也是与私募基金业务最密切相关的活动。

由于在香港设有管理机构的各类私募公司的情况可能会因投资策略、业务能力、运营模式等因素而有不同，很多公司会申请1号、4号、9号金融牌照中的一项或几项。一些公司也可能寻求对牌照的豁免，SFO规定了一些对牌照的豁免情形。以下两类为较为常见的豁免情形：

附带豁免（incidental exemption）。如果某项受规管活动完全附带于已获发牌的另一类受规管活动，则无需就该项活动申请牌照。例如，在香港向潜在投资者募集基金，通常还属于第1类受规管活动“证券交易”，需要就第1类受规管活动取得1号金融牌照。但是已经获得9号金融牌照的基金管理人，在为其管理的私募基金进行募集时，作为其为客户提供资产管理服务而发生的附带活动，可以豁免1号金融牌照的申请。但是，前提是这些活动仅出于公司资产管理业务的目的而进行，如基金管理人为非由其管理的基金进行募集，则不能适用该项豁免。

集团成员公司豁免（group company exemption）。如果公司仅向公司的全资子公司、持有公司所有已发行股份的母公司或该母公司的全资子公司提供相关建议或服务，则公司无需为第4类或第9类受规管活动获得申请金融牌照。

2.7 阿布扎比国际金融中心

2.7.1 阿布扎比国际金融中心简介

阿布扎比国际金融中心（Abu Dhabi Global Market, “ADGM”），是阿联酋首都阿布扎比政府根据阿联酋联邦法令成立的一个特区，位于阿布扎比东北部的AI Maryah岛，全岛面积1.14平方公里，是一个独立的司法管辖区。



ADGM在战略制定和法规起草过程中，就选择与全球领先的金融机构、监管机构和其他国际金融中心等展开合作，其最大的特点是该区域内直接适用英国法，这也让它成为中东地区首个实践普通法的区域。

2.7.2 私募基金监管框架

ADGM董事会对辖区内的事务拥有全面管理权限，有权在辖区内颁布法规，并确保监管框架能够积极响应市场变化和发展。ADGM下设三个独立机构：商务注册局（the Registration Authority）、金融服务监管局（the Financial Services Regulatory Authority, “FSRA”）和法院（the ADGM Courts）。

商务注册局主要负责辖区内实体的登记、许可、变更（如企业名称、注册地址或董事变更）以及注销等。此外，商务注册局还负责辖区内实体的合规监管，包括在必要时对相关实体作出罚款、停业或撤销许可等处罚。

FSRA是ADGM的独立金融服务监管机构，负责制定金融服务监管法规、监管区内金融活动及发放金融服务牌照，其中就包括银行、资产管理公司、保险公司等牌照。FSRA颁布的《2015年金融服务和市场规则》（Financial Services and Markets Regulations 2015, “FSMR”）是基金管理人和基金发起人的主要监管规

则。FSMR规定了多项受管制的金融活动，从事此类活动的人士需要获得许可，其中多项活动与私募基金有关，如基金管理（performing fund administration）、作为代理人或委托人进行投资交易（dealing in investments as agent or principal）、为投资提供建议或安排交易（advising or arranging deals in investments）、担任投资信托的受托人（acting as a trustee of an investment trust）。

ADGM有独立的法院和仲裁机构，直接适用英国民事和商事普通法，ADGM法院的主要法官也来自英国、澳大利亚等普通法国家。ADGM初审法院和上诉法院对辖区内所有民商事纠纷具有管辖权，且其判决可在ADGM和阿联酋联邦法院执行。此外，ADGM仲裁中心也已于2018年10月开始全面运营。

2.7.3 私募基金设立形式和架构

ADGM辖区内允许设立的基金形式丰富多样，与全球主要的基金设立地（如开曼群岛、美国特拉华州等）可基本实现接轨，ADGM区内基金可以作如下分类：

- (1) 法律形式上，包括公司型、有限合伙型、投资信托型基金；
- (2) 基金架构上，包括单体基金（stand-alone fund）、联接基金（master-feeder fund）、伞形基金（protected cell company/incorporated cell company）；
- (3) 运作模式上，包括开放式基金（open-ended fund）和封闭式基金（closed-ended fund）；
- (4) 业务类型上，包括共同基金（mutual funds）、对冲基金（hedge funds）、私募股权基金（private equity funds）、不动产基金（property funds）、房地产信托投资基金（REITS）、上市基金（listed funds）和穆斯林基金（Sharia-compliant Funds）等。

此外，根据ADGM对私募基金的监管要求，私募基金可分为以下两类：

- (1) 合格投资者基金（qualified investor funds）：不需要向FSRA注册，只需要在初始发售前向FSRA备案即可。合格投资者基金仅能以非公开形式向专业投资者募集，投资者人数无上限，但最低投资额需达到50万美元；
- (2) 豁免基金（exempt funds）：此类基金同样不需要向FSRA注册，只需要在初始发售14天前向FSRA备案即可。豁免基金仅能以非公开形式向专业投资者募集，投资者人数无上限，且最低投资额只需5万美元。

2.7.4 基金管理人资质

FSMR规定了多种禁止在ADGM从事的金融服务，在ADGM提供此类金融

服务的实体，需要取得（1）商务注册局颁发的商业牌照（commercial license）；以及（2）FSRA颁发的金融服务牌照（financial service license）。

申请金融服务牌照需要进行包括但不限于以下步骤：提交业务计划；就负责业务运营的董事和高管取得FSRA的批准；说明其有充足的金融资源（financial resources）。

根据客户群体和资产规模的不同，ADGM的私募基金管理人可以分为以下两类：

- （1） 初创基金管理公司：仅能为专业投资者提供服务，投资者人数少于 30 人，且资产管理规模小于 2.5 亿美元；
- （2） 受限基金管理公司：同样仅能为专业投资者提供服务，但对投资者人数和资产管理规模没有限制。

第3章 境外基金参与方

3.1 境内外律师

基金律师作为境外基金的重要参与方，与其他各类中介机构多年来已形成了一个生态圈，在基金设立和后续运营中均能发挥重要的作用。由于基金的设立、募集和运营可能涉及多个司法辖区，境外私募基金的设立可能需要不止一家律师事务所的协助，根据律师主导地位的不同，可以分为包括主导律师和境外协助律师。

3.1.1 主导律师

在选择基金的主导律师（lead counsel）时，需要考虑的主要因素包括GP所在地及基金募资活动发生地。传统上全球范围内的PE/VC基金的GP和LP均以欧美国家（尤其美国）最为常见，募资活动也主要在欧美地区开展，因此主导律师以欧美（尤其是美国）律师事务所为主。随着近十几年来中国地区的美元GP和美元LP的逐渐崛起，主导律师也出现了“西律东渐”的趋势。主导律师通常会负责基金私募发行所需的绝大多数实质性法律文件，包括最核心的发售备忘录（如需）、基金合伙协议和认购文件等。此外，根据项目结构和商业需求可能还会有投资管理协议、投资顾问协议、与投资人的附属协议、GP层面可能有的合作协议、股东协议等法律文件。

3.1.2 境外协助律师

基金架构设立地的律师（例如开曼或BVI律师）通常作为境外协助律师（offshore supporting counsel），根据项目具体情况负责就基金架构提供建议、审阅基金文件、起草决议文件、负责政府备案等工作。需要特别提示的是，由于各国关于私募基金的发售规定差异较大，基金的GP或管理人需要视投资人的具体国籍和居住地等情况聘请当地律师配合主导律师处理当地的私募监管合规工作，最好是在与潜在投资人正式接触之前咨询专业律师的建议。尤其是当基金的潜在投资者来自美国、欧盟等金融监管较严格的地区时，可能会涉及基金的结构和法律文件调整、在基金法律文件里增加针对特定投资人的信息披露和陈述与保证等。

3.2 行政管理人

基金在存续期内除了由基金管理人履行其投资管理职责外，聘用一家专业的基金行政管理人（administrator）亦有助于基金的有序、专业化管理。基金行政管理人作为第三方服务提供商，通过独立提供反洗钱核查、资产评估等日常行政管理服务，可以起到保护投资者权益的作用，并能使基金管理人从繁杂的财务和行政事务中解放出来，更加专注于基金的核心管理事务。

3.2.1 考虑因素

对开放式基金来说，委聘行政管理人既有满足监管要求的原因，又有基金

发售和运营等商业上的原因。而对封闭式基金来说，大部分情况下基金聘请行政管理人并非法律法规的强制要求，加上封闭式基金不涉及频繁的估值和投资者报告工作，传统的PE/VC美元基金聘请基金行政管理人的并不多见。但随着近年来全球范围内反洗钱、反避税等方面的合规要求越来越多且繁琐，对一般基金管理人自身的中后台支持团队提出了更高的要求，因此基金行政管理人也逐渐成为PE/VC美元基金的标配。此外，聘请一个声誉良好的基金行政管理人，亦作为基金专业性的体现，在基金募资时更容易获得投资人的认可。

3.2.2 具体职能

视基金类型及实际情况的不同，基金行政管理人通常主要承担以下职能：

- (1) 反洗钱（AML）合规及尽职调查服务；
- (2) 基金资产净值（NAV）计算；
- (3) 海外账户的纳税法案（FATCA）/通用报告准则（CRS）相关报告服务；
- (4) 基金日常行政管理服务（包括但不限于投资者关系维护、签发缴款通知、投资者变更/赎回、建立及维护会计记账、基金信息披露及报告、根据需要建立及维护与审计师及其他第三方服务机构的关系等）。

3.2.3 市场数据

根据《Preqin Special Report》⁸²，聘请行政管理人的费用占基金管理人费用支出的33%，有11%的投资者会将基金聘请的行政管理人作为其考量因素。根据Preqin已知数据统计，规模较大服务基金数量较多的行政管理人列示如下：

行政管理人	已知服务的私募基金数量
SS&C GlobeOp	457
State Street	279
Standish Management	276
Gen II Fund Services	172
Citco Fund Services	169
Ipes	159
Aduro Advisors	137
LeverPoint Management	129
Alter Domus	117
Aztec Group	107
行政管理人	已知服务的对冲基金数量
SS&C GlobeOp	2,180
Citco Fund Services	1,342

⁸² 该报告样本数据为截至2019年10月的市场已知数据，涵盖超过45,000只私募基金、22,000只对冲基金及3,500家服务提供商。数据来源为：Preqin Pro。

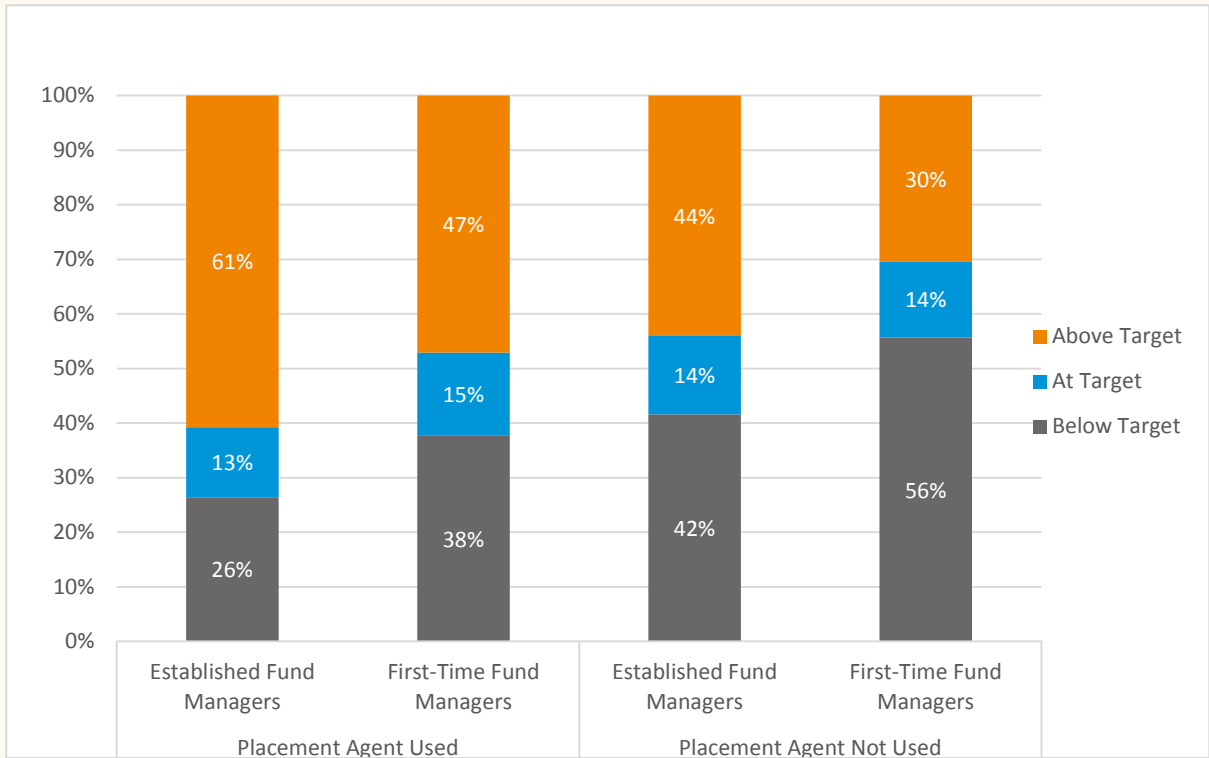
State Street	1,068
Morgan Stanley Fund Services	666
BNY Mellon	467
Northern Trust Fund Administration	457
HedgeServ	409
Apex Fund Services	391
U.S. Bank Global Fund Services	361
MUFG Investor Services	317

3.3 募资中介

一家卓越的募资中介（placement agent）不仅可以为基金管理人介绍合适的潜在投资人，而且会帮助基金管理人有效地熟悉与机构投资人接洽的方式，协助基金管理人制作一份出色的募集说明书（PPM）、共同商定适宜的募资计划，并就目前的募资市场情况（包括主要商业条款）提供有价值的洞见。

3.3.1 考虑因素

聘请募资中介的基金管理人通常主要包括以下两种情况：一种是成立时间较短、尚未建立起自己品牌的新兴基金管理人，缺乏机构投资人的相关渠道及募资经验（例如，如何准备PPM、如何应对机构投资人的尽职调查等）；另一种是有特定商业诉求或明确战略目的的老牌基金管理人，其可能计划募集一只远超上期基金规模的大型基金、或计划募集接洽一些不同于既有投资人群体的基金，以促进投资人构成的多样化（例如具备某领域产业背景的投资人或位于某特定地域的投资人等）。基金管理人可结合自身的商业需求和基金运营需求，考虑是否需要聘请相关募资中介。根据Preqin对2018年至2019年上半年度的数据统计，基金的实际募资表现与是否聘请募资中介之间的关系，如下图列示：



3.3.2 具体职能

视基金类型及实际情况的不同，募资中介的服务范围跟职责均具有较大差异，通常包括以下职能：

- (1) 与基金管理人协商如何与潜在投资者进行初步接洽，包括拟采用募资策略及目标；
- (2) 起草募集材料，例如 PPM 或 PPT；
- (3) 确定并与潜在投资者进行初步接洽；
- (4) 记录联络的所有潜在投资者名单，包括投资兴趣、投资偏好、投资金额等；
- (5) 安排并参加收到募集材料的潜在投资人与基金管理人之间的会议；
- (6) 在潜在投资人要求提供更多信息的情况下，向基金管理人转达并协助答复尽调问卷清单等问题；
- (7) 就基金合同中的市场条款及条件提供建议；
- (8) 准备投资者日志和募集记录，并定期向基金管理人报告与潜在投资者的联系情况。

3.3.3 其他注意事项

(1) 募资中介的资质

募资中介通常需要具备相应的资质。以美国为例，除少数豁免情况外，向美国人士募资的募资中介必须在美国证监会（SEC）注册为证券经纪人，有时还需向相关的州和地方监管机构登记或取得牌照；募资中介机构内的专业人士也要根据SEC或其他监管机构的要求取得牌照。

(2) 募资中介费用

通常情况下，募资中介费用按照募资中介成功介绍给基金的投资者所认购基金份额的一定比例计算。对于PE/VC基金而言，募资中介费用在基金正式接受投资者的认缴出资额、完成基金募集交割后一次性支付（中国地区之外的美元基金较为常用）或按实际到账金额分期支付（中国地区管理人发起的美元基金比较常用）；对于对冲基金而言，鉴于基金可能定期开放认购，则可参照开放认购的频率（比如季度）支付募集中介费用。

3.3.4 市场数据

根据《Preqin Special Report》，聘请募资中介的费用占基金管理人费用支出的27%。根据Preqin已知数据统计，服务基金数量较多的募资中介列示如下：

募资中介	已知服务的私募 基金数量	募集总额 (\$bn)
Credit Suisse Private Fund Group	301	386.1
UBS Investment Bank Private Funds Group	210	260.8
Park Hill Group	185	312.4
Mercury Capital Advisors	172	202.8
MVision Private Equity Advisers	153	145.5
Eaton Partners	123	88.3
Lazard Private Capital Advisory	120	125.6
Atlantic-Pacific Capital	110	72.8
Evercore Private Funds Group	105	117.1
Probitas Partners	101	92.3

3.4 证券经纪人

在向美国潜在投资者募资的情况下，需要特别关注证券经纪人(broker dealer)的相关资质要求。私募基金募资中介从事促成潜在投资者与私募基金发起方(sponsor)之间就私募基金份额的买卖行为，属于美国《1934年证券交易法》下的Broker(经纪)行为；任何通过Broker或其他方式为自己的账户买卖证券，通过差价获利的行为属于Dealer(经销商)行为。Broker和Dealer在美国通常统一作为受严格监管的行业进行管理，募资中介(不论注册地是否在美国境内)只要向

潜在的美国人士进行募资，除非满足特定的豁免条件，均需向SEC申请注册登记为证券经纪人，并符合相关监管要求。

3.4.1 监管要求

证券经纪人在美国主要受到联邦和州的监管，且不同州有不同的监管要求。联邦层面主要受到以下监管：

- (1) 除非满足特定豁免条件，需要向 SEC 申请注册登记，注册登记后，会受到 SEC 关于证券经纪人的持续监管；
- (2) 受到行业自律组织（其中最重要的是 FINRA，即金融行业监管局）的日常监管；证券经纪人需要申请成为会员，证券经纪人的特定雇员和高管还需要通过相关考试，并满足一定的培训要求等；
- (3) 证券经纪人的关联人士（associated person），包括证券经纪人的合伙人、高管、董事、分支机构经理或员工，履行类似职能的任何人，或任何控制这个证券经纪人，被证券经纪人控制或与证券经纪人处于共同控制的人士亦会受到监管，尽管其关联人无需作为申请主体单独向 SEC 申请注册登记，但证券经纪人必须需向 FINRA 提交关于每个关联人的 U-4 表格，以登记个人并记录其先前就业和从业纪律的历史。

3.4.2 安全港

根据SEC发布的相关规则，证券发行人的合伙人、高管、董事或员工自行募集，且在满足特定条件下无需注册为证券经纪人。对于一般的证券发行人而言，最可能满足的方式包括以下条件：

- (1) 其不存在特定的违法违规行为；
- (2) 其未在工资之外获得与募资结果关联的额外报酬；
- (3) 其在募资之时以及在募资行为之前 12 个月内不曾担任证券经纪人或是已注册的证券经纪人的关联人（合伙人、高管、雇员等）；
- (4) 募资非其主要职责，即基金募集期结束后，其将主要承担募资之外的其他职责；
- (5) 其在过去 12 个月内未参与为任何其他证券发行人销售证券的行为。

3.4.3 违规后果

如基金聘请的募资中介拟向美国潜在投资者募资，但却未登记为证券经纪人，且不满足其他豁免条件，则募资中介可能会因违反相关法律面临刑事处罚、罚款、取消牌照等处罚，基金发起方也可能因被认定为该募资中介提供帮助而面临罚款、禁止发行证券等惩罚措施。该募资中介介绍的投资人将享有投资撤回权。

此外，对基金发起方的商誉亦会造成负面影响，甚至影响本期基金及后续基金的募集。

3.5 托管人

基金管理人通常有义务和责任确保基金资产安全，使基金财产独立于基金管理人的固有财产。基金管理人将基金财产交由一家符合资质要求的托管人（custodian）进行托管并签署相关基金托管协议，亦有助于基金资产安全。

3.5.1 考虑因素

关于境外私募基金资产是否一定需要由独立的托管人进行托管，在不同的法域会有不同的考虑因素。

例如在开曼，基金托管人并非法律法规的强制要求，但实践中，对冲基金聘请托管人的情况较为常见。根据开曼《私募基金法》，如果私募基金通知CIMA并且考虑到基金的特性及其资产的种类，为基金找一个托管人在实践中并不可行，则基金无需任命托管人，只需任命行政管理人、独立第三方、基金管理人或其关联方，确认私募基金对其持有的资产的所有权。在美国，如基金管理人为已登记的投资顾问或者根据美国《1940年投资公司法》应当登记为投资顾问，且基金管理人对其管理的基金资产有控制权，则基金管理人应当将基金的财产托管给一个符合相关资质要求的托管人。在香港，如一家持牌公司直接担任基金管理人并负责基金整体运营管理，根据香港证监会（SFC）发布的《基金经理操守准则》（Fund Manager Code of Conduct, “FMCC”），则基金通常也需要进行托管。除基于前述法律法规及监管要求的考虑之外，亦有投资人将基金是否聘请独立符合资质的托管人纳入重要考量因素。

3.5.2 具体职能

视基金类型及实际情况的不同，托管人的服务范围跟职责可能存在差异，通常包括以下职能：

- （1） 账户开立：包括基金账户及其他相关账户；
- （2） 资产托管：妥善确保基金资产的安全性、完整性和独立性；
- （3） 资金划拨和支付：按照约定及时处理基金资产划拨和支付；
- （4） 托管报告：定期向基金投资者提交有关基金托管服务和财务报表的报告；
- （5） 其他托管协议约定的服务。

3.5.3 市场数据

根据《Preqin Special Report》及已知数据统计，服务对冲基金数量较多的托

管人列示如下：

托管人	已知服务的对冲基金数量
Goldman Sachs	3,033
Morgan Stanley	2,732
J.P. Morgan	2,340
BNY Mellon	2,266
Bank of America Merrill Lynch	1,355
Northern Trust Custody Services	1,322
State Street Custody Services	1,240
Citi Transaction Services	1,234
Credit Suisse Prime Fund Services	1,067
UBS	1,052

3.6 审计师

审计师 (auditor) 作为境外私募基金最常见的参与方之一，承担为基金进行定期审计并出具审计报告的相关职责。

3.6.1 考虑因素

关于境外私募基金是否一定需要经审计师审计，在不同的法域受限于不同的适用情形。例如在开曼，共同基金和私募基金均须由符合CIMA要求的开曼审计师按照国际财务报告准则或其他非高风险管辖区域会计准则进行审计，并在每个会计年度结束后的6个月内向CIMA提交其年度审计报告。在香港，如基金架构中由香港9号牌（资产管理）公司担任管理人，根据FMCC第5.2.2条，如果9号牌公司负责基金的整体运作，管理人应确保委任独立审计师（无论是通过委任独立审计师或促使相关基金委任独立审计师）审核基金的财务报表，从而就其管理的每只基金至少每年提供一份年度报告。在BVI，根据2019年12月31日生效的《SIBA 2019修正案》及《BVI私募基金条例》的规定，符合条件的私募投资基金应在基金财政年度结束后的6个月内（除被BVI金融服务委员会（FSC）豁免或经批准延期外）向FSC提交经审计的财务报表，且同时规定了可适用的会计准则。除基于法律法规及监管要求的考虑之外，基金管理人亦可根据商业需要或投资人是否有相关要求决定是否聘请审计师。

3.6.2 市场数据

根据《Preqin Special Report》⁸³，聘请审计机构的费用占基金管理人费用支出的17%，有17%的投资者会将基金聘请的审计机构作为其考量因素。根据Preqin已知数据统计，服务基金数量较多的审计机构列示如下：

⁸³ 该报告样本数据为截至2019年10月的市场已知数据，涵盖超过45,000只私募基金、22,000只对冲基金及3,500家服务提供商。数据来源为：Preqin Pro。

审计机构	已知服务的私募基金数量
PricewaterhouseCoopers	2,176
EY	1,828
KPMG	1,746
Deloitte	1,174
RSM	611
BDO	480
Grant Thornton	303
Frank, Rimerman & Co.	209
EisnerAmper	167
Plante & Moran	104
审计机构	已知服务的对冲基金数量
EY	2,783
PricewaterhouseCoopers	2,636
KPMG	2,542
Deloitte	1,372
RSM	556
EisnerAmper	401
BDO	337
Spicer Jeffries	302
Grant Thornton	268
Cohen & Company	172

第4章 境外基金投资人

4.1 美国企业年金计划

在接受美国企业年金计划（U.S. Corporate Pension Plans）作为基金投资人时，管理人将不得不考虑美国《职工退休收入保障法案》（Employee Retirement Income Security Act of 1974, “ERISA”）对基金管理产生的影响。

ERISA涵盖了包括企业年金计划在内的各类职工福利计划，且ERISA不仅适用于职工福利计划本身，还适用于任何被认为持有计划资产（plan assets）的实体。当企业年金计划对基金进行投资时，除非存在豁免情形，否则被投基金可能被视为持有计划资产，从而导致基金受到ERISA的监管。作为负责基金投资的基金管理人，则属于计划资产的受托人，ERISA对持有计划资产的受托人施加了较多义务，如：忠实义务（duty of loyalty）、谨慎义务（duty of care）、不从事被禁止交易义务（duty to avoid prohibited transactions）等。若违反该等义务可能引发诉讼、美国劳工部调查以及惩罚性税收等后果。

因此，基金管理人会尽量避免在管基金被认定为持有计划资产。实践中，两个最常见的豁免情形是“非实质性参与”和“风险投资运营公司”。

（1）非实质性参与

“非实质性参与”（insignificant participation exception）指的是，如果计划资产占基金任一类股本权益（class of equity interest）的比例低于25%，该基金将不被视为持有计划资产。在接纳新投资人时，计划投资人所持股份的百分比应进行重新计算。

如接受计划投资人的直接投资，其投资额应100%计入25%的限额。如接受来自母基金的投资，且计划投资人持有该母基金不低于25%的资产，其投资额应在穿透的基础上计入25%的限额。例如，若计划投资人持有母基金的份额为40%，母基金向子基金投资1,000万美元，则在计算25%限额时，该母基金投资额中的40%（即400万美元）才属于计划资产对子基金的投资。若计划投资人持有母基金的份额低于25%，则母基金不会被视为计划投资人，从而不受ERISA管辖。

当私募基金存在不同类别的权益结构（multi-class）时，在计算25%限额时，需就每一类别权益分别进行考察。如计划投资人对任一类别权益的持有比例不低于25%，该基金将被视为持有计划资产。值得注意的是，具有特别赎回权或被豁免管理费的股权可能会被视为单独的权益类别。如果某一计划投资人以取得特别赎回权作为投资条件，且该赎回权未被授予任何其他投资人，该等权利可能就创设了独立类别的权益，计划投资人将100%持有该类别权益，从而导致该基金被视为持有计划资产。

(2) 风险投资运营公司 (VCOC)

实践中，大多数基金可以通过满足前述25%限额避免被认定为持有计划资产。但是，当计划投资人在基金中的投资额达到或超过25%，或接近25%且管理人预期可能在后续交割中继续接纳计划投资人时，管理人就需要调整基金架构，以寻求满足其他豁免情形，如风险投资运营公司（venture capital operating company exception, “VCOC”）。

ERISA规定，VCOC不会被视为持有计划资产。运营公司是指直接或通过持有多数股权的子公司间接从事生产或销售产品或服务，而不从事资本投资的实体。VCOC需满足以下要求：

- (i) 在其首次长期投资（first long-term investment）之日，以及在每年预先确定的90天期间内至少有一天，其50%以上的资产（按成本计算）投资于向其提供充分管理权（sufficient management rights）的运营公司；及
- (ii) 在其首次长期投资之日后的每12个月内，在至少一家运营公司行使该等权利。

对于哪些情形构成“充分管理权”，美国劳工部并无过多指引，一般而言，“管理权”是基金与投资组合公司之间的合同权利，使得基金可以“实质参与”投资组合公司的管理活动或对投资组合公司的管理活动产生“实质影响”。管理权通常包括：

- (i) 在运营公司董事会任命董事的权利，或委任代表担任公司高管的权利；
- (ii) 审查非上市公司账簿或财务记录，以及就投资组合公司的管理进行咨询和建议的权利；
- (iii) 获得运营公司承诺，承诺向投资人提供与机构投资人通常在债务认购文件中所能获得的权利相较而言更重要的权利。

意图适用VCOC豁免的私募基金应寻求获得尽量多的管理权，这些权利通常会出现在运营公司向私募基金单独发送的管理权利函（management rights letter）中。

此外，如多支私募基金共同投资于运营公司，无论这些基金是否最终由同一实体或个人管理，每一只基金都必须拥有自己的管理权，授予一只私募基金管理权无法使另一只基金自动满足拥有管理权的要求。

4.2 美国政府养老金计划

美国政府养老金计划（governmental plan，“政府计划”）主要是指美国政府为其雇员建立和维护的养老金计划。政府计划持有大量资金，通常是私募基金的重要募集对象。根据联邦储备委员会在2019年3月发布的《美国金融账户》（Financial Accounts of the United States），美国国家和地方政府雇员退休基金管理着超过4.3万亿美元的公共养老基金，其中约有四分之三为包括股票、私募股权、对冲基金、房地产和大宗商品等在内的风险资产⁸⁴。

如果基金接受政府计划（包括由州或市政府发起的美国私人养老金计划）的投资，则需要考虑以下合规问题：

（1） ERISA

政府计划和非美国企业（non-US corporations）年金计划虽然不受ERISA的直接约束，但是许多州具有与ERISA相似的立法，或者直接规定ERISA也适用于该州的政府计划。此外，一些政府计划也可能在合同中要求将其视为受ERISA约束的计划。

（2） 募集费用和政治捐款

如基金投资者中包含政府计划，则基金发起人通常受限于赠礼政策（gift policies）以及相关法律规定的反贿赂规则（pay-to-play rules）。这些政策限制基金发起人、其关联方和特定雇员进行政治捐款和其他政治募捐活动。此外，对于管理人雇佣的用于招揽政府计划投资者的募资中介亦有限制，例如要求该等募资中介在SEC或其他类似的监管部门进行登记等。此外，许多政府计划会要求对募集费用和政治捐款进行详细的披露。

（3） 信息披露

通常基金管理人会希望对基金的相关信息进行保密，但是许多政府养老金计划需要遵守《信息自由法》（Freedom of Information Act）或其他类似的法规。这可能导致该等政府计划就其基金投资事项披露有关基金的保密信息（公开披露或根据适用法规的要求进行披露）。

4.3 主权财富基金

主权财富基金（Sovereign Wealth Funds）指由一国或地区政府机构代表该国或地区拥有、控制或管理的基金，它是对财政盈余与外汇储备盈余进行管理和运作的金融机构。在众多类型的境外基金投资者中，主权财富基金往往显得神秘而实力非凡。根据主权财富基金研究所（Sovereign Wealth Fund Institute）的数据⁸⁵，

⁸⁴ 请参见：<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20190307/z1.pdf>。

⁸⁵ 请参见：<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>。

按总资产排名，全球前三大主权财富基金分别为挪威政府全球养老基金（Norway Government Pension Fund Global）、中国投资有限责任公司（China Investment Corporation）和阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority），全球前十大主权财富基金如下：

排名	主权财富基金	总资产值	地区
1	挪威全球政府养老基金 Norway Government Pension Fund Global	\$1,186,670,000,000	欧洲
2	中国投资有限责任公司 China Investment Corporation	\$940,604,000,000	亚洲
3	阿布扎比投资局 Abu Dhabi Investment Authority	\$696,660,000,000	中东
4	科威特投资局 Kuwait Investment Authority	\$592,000,000,000	中东
5	香港金管局投资组合 Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$539,865,000,000	亚洲
6	新加坡政府投资有限公司 GIC Private Limited	\$440,000,000,000	亚洲
7	中国华安投资有限公司 SAFE Investment Company	\$417,844,700,460	亚洲
8	淡马锡控股 Temasek Holdings	\$375,383,000,000	亚洲
9	卡塔尔投资局 Qatar Investment Authority	\$328,000,000,000	中东
10	全国社会保障基金理事会 National Council for Social Security Fund	\$324,996,000,000	亚洲

近年来，随着主权财富基金在投资领域的影响力逐步上升，它们也成为境外基金的重要募集对象之一。主权财富基金对境外基金的投资具有投资期限长、认缴金额大、违约风险低等优点，但是也可能会给境外基金带来诸多限制，例如

投资范围和策略限制变多、信息披露要求变高以及对管理团队介入更深等。主权财富基金通过投资境外基金获得的收益往往能够享受特殊的税收待遇，具体安排因各国或地区的税收制度而异。

4.4 母基金

母基金（Fund of Funds）作为私募基金市场的重要参与者，因其庞大的资金体量以及专业的运作团队，一直以来是私募基金募集机构趋之若鹜的募集对象。然而回望过去，母基金并非久远历史的产物。尽管美国机构化的私募投资可追溯其历史至1940年代，但直到1970年代市场上才开始出现真正意义上的“母基金”⁸⁶，直至1990年代，伴随着互联网新兴浪潮以及创投资本的涌入，母基金的数量和募集金额才达到相当的规模。经过短短三十年的发展，母基金已是私募股权基金行业最重要的机构投资者与资金来源之一。根据Preqin一份2017年11月的私募股权母基金特别报告（“特别报告”），截至2017年私募股权领域的母基金规模约为3,810亿美元。

母基金，这一美国机构化私募投资的产物，指的是专注于投资私募投资基金的集合投资载体。母基金对于其投资者的吸引力主要来源于：

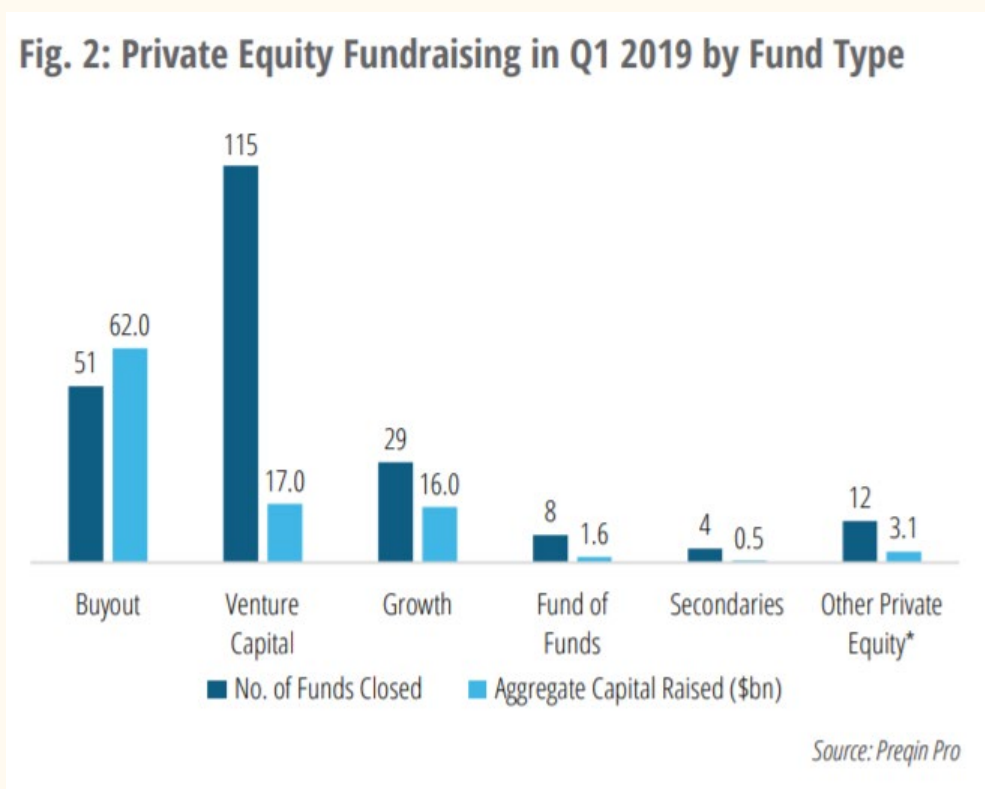
- (1) 对接顶级私募基金：市场上顶级的私募投资机构往往对其投资人亦较为挑剔，有些仅限于开放给大型的机构投资人或母基金；因此，对于普通个人、甚至家族办公室或小型机构投资者而言，成功的母基金能够帮助他们拿到此类基金的入场券；对于大型机构投资人而言，成功的母基金能够为他们实现投资目标的多样化；
- (2) 高度专业化：普通投资者往往不具备对私募投资基金的尽职调查能力，母基金的专业团队及能力可弥补此类信息不对称，并替投资者挑选出优秀的私募投资基金以及团队；
- (3) 分散投资：母基金往往需要投资于不同类型或不同领域的私募基金，进而间接投资于此类基金的投资项目，相比于单纯投资于某一只私募基金而言，进一步分散了投资风险（尽管可能会因承担双重的收费而导致收益降低）。

能够得到母基金的青睐，意味着私募基金必然具备某些特定优势。如上所述，母基金的基本投资原则在于覆盖市场上的绝大多数表现优异的私募基金（通常为行业内前25%）；同时，根据其自身策略和侧重点的不同，有些母基金侧重于全方位覆盖所有领域（例如并购基金、创业投资基金、特殊领域基金等），而另有一些则专注于某一细分领域或甚至于某一细分地域。

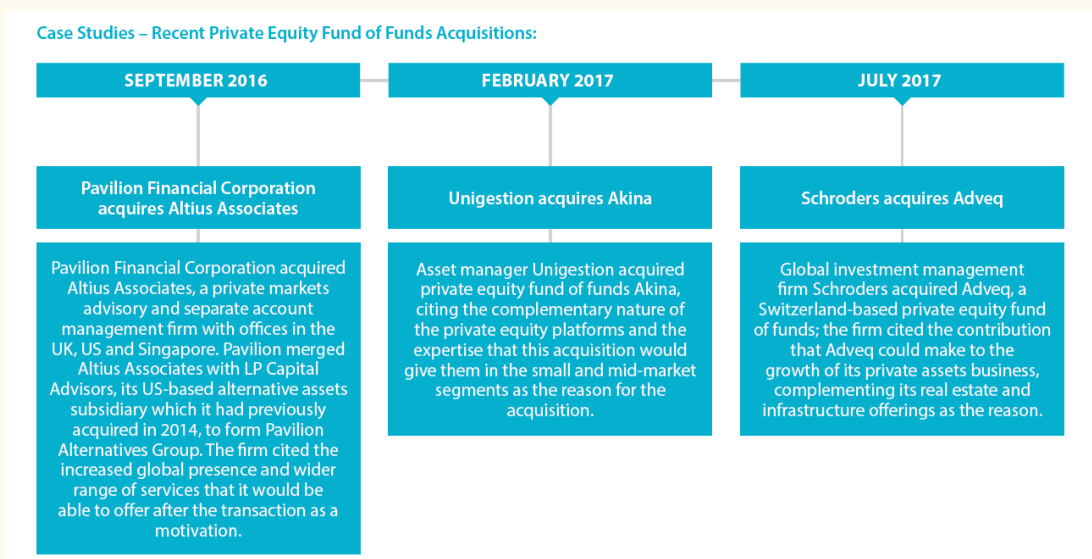
根据特别报告，近些年来母基金正在面临多种市场挑战。其中就包括投资

⁸⁶ 1976年，老牌母基金公司 Adams Street Partners 开始运作其首只母基金（机构化创业投资基金），总金额约为6,000万美元。

人对于双重收费的疑虑以及更多专业化的投资人也开始倾向于直接投向私募基金。在2007年，母基金可以募集到整个私募基金市场15%的份额，而到了2017年这一数据下降至不足5%。根据Preqin的下述图表，2019年度第一季度私募股权领域母基金的募资额为16亿美元，对比之下并购基金募资额达到620亿美元，而创业投资基金达到了170亿美元。



进入2020年，这些挑战正在进一步演变为同类型基金之间的优胜劣汰。正如2018年乃至2019年募资困难期间，市场上的资金向头部机构聚集，母基金这一领域内也正在呈现同样的趋势：大型或超大型的母基金正在逐步垄断市场。除了试图在募集规模上持续碾压竞争对手外，母基金的管理者也在尝试通过行业整合与并购维系或扩大其竞争优势。根据特别报告，在全球的私募股权母基金管理者中，管理超过200亿美元规模的机构从2010年的6%上升到了2017年的9%。在持续并购的趋势下，母基金这一领域将进一步被大型机构所垄断。下图即为特别报告中公布的近两年中的著名并购案例，包括2016年Pavilion Financial Corporation收购Altius Associates、2017年Unigestion收购Akina、Schroders收购Adveq等。



除此之外，母基金也正在悄然改变其商业模式以应对行业带来的挑战。根据特别报告，一些母基金已经调整其管理费和收益分成的计费模式，2017年的基金平均管理费均值大概为0.85%，而收益分成的比率则趋向于5%或10%。有接近17%的2016/2017年度的基金其收益分成比率甚至低于5%。此外，关注市场上新崛起的私募基金以及尝试不同的投资结构（例如与子基金管理人进行共同投资，或设立S基金专注于基金二手份额）都在成为母基金尝试应对市场挑战并维持行业优势的有力武器。

4.5 私人基金会和捐赠基金

对于境外私募投资基金而言，除了以上提及的金主以外，还有一类极其重要的资金来源——私人基金会和捐赠基金 (Private Foundations and Endowments)。

美国的基金会主要分为公众基金会 (public/community foundation) 与私人基金会 (private foundation)。公众基金会，顾名思义，为向不特定公众募集款项的组织。相反，私人基金会（或称“独立基金会”）为非盈利、非政府的组织，其资金往往为单一或有限来源，通常为个人、家庭或公司。美国的私人基金会大多以非盈利公司形式设立，某些情况下以慈善信托方式设立。私人基金会豁免缴纳所得税，但绝大多数私人基金会仍可能需就其投资收入缴纳1%或2%的特定消费税 (excise tax)。对于出资方而言，其对私人基金会的出资可从其应税收入中予以抵扣（但金额有一定限制）。根据Preqin的调查数据，私募股权投资领域80%以上的私人基金会来自于美国，不到10%的私人基金会则来自于欧洲。市场上耳熟能详的私人基金会包括洛克菲勒基金会、卡耐基基金会、福特基金会等。

美国的私人基金会与捐赠基金有非常多相似之处，但也各有其特征：

	私人基金会	公众基金会/捐赠基金
分配资产	适用	不适用

	私人基金会	公众基金会/捐赠基金
特定消费税	适用	不适用
内部划分	不适用	捐赠基金可根据捐赠人的要求和意图进行捐赠资金的内部划分，并作不同的用途
捐赠现金最高抵扣比例	30%	50%

从运营方式角度，私人基金会又可进一步划分为如下两种类别：

	运营型私人基金会 (operating private foundations)	非运营型私人基金会 (non-operating private foundations)
特征	通过设定其自身项目以直接达成其慈善目标。可以是智库、博物馆或研究团体	通过向其他慈善组织或机构进行捐赠以间接实现其慈善目标
分配	无分配义务，但必须每年将其特定比例的收入投入慈善目的	每年具有一定程度的分配义务
典型代表	加州洛杉矶的网红景点盖蒂博物馆的资助方保罗·盖蒂信托即为典型的运营型私人基金会	大名鼎鼎的比尔及梅琳达·盖茨基金会（也是目前美国规模最大的私人基金会，截至2019年资产规模为507亿美元）即为典型的非运营型私人基金会

美国悠久的私人慈善传统、对于公众支出应用于福利事业的警惕、非政府主导的私营体制以及宽松的法律环境均在私人基金会和捐赠基金（尤其是高等教育领域内的捐赠基金）的蓬勃发展中扮演了极为重要的角色。如下图所示，根据美国全国院校商务主管协会（NACUBO）与美国教师保险与养老金协会（TIAA）2020年2月4日发布的关于捐赠基金的最新研究报告，其调查了美国774家大学或教育相关的捐赠基金，总捐赠金额约为6,300亿美元，2019年的平均回报率为5.3%，10年平均回报率为8.4%。

Summary Observations from the 2019 NTSE

Study Summary

774 Colleges, universities, and education-related foundations completed the FY19 survey.

5.3% average return delivered by endowments in FY19 compared to 8.2% in FY18.

\$630 billion in total endowment assets as of June 30, 2019 for participating institutions.

8.4% 10-year average returns for FY19. Increased from 5.8% in FY18. Exceeding the average institutional target of 7.0%.

The median endowment was

\$144.4 million

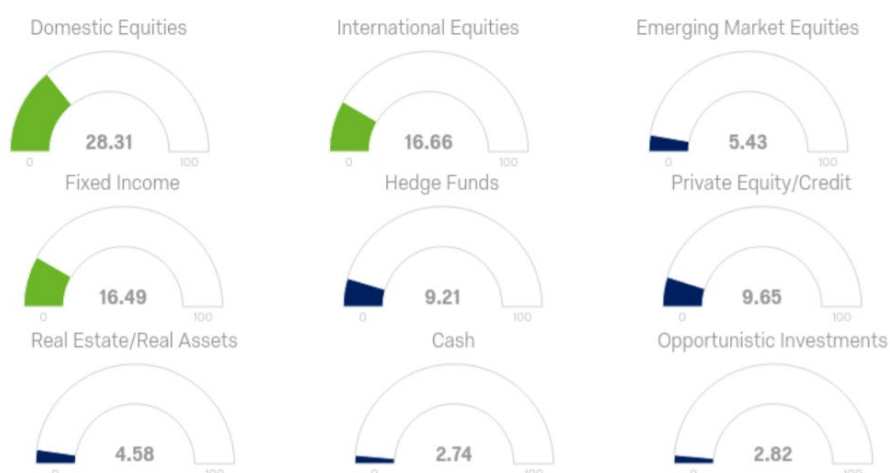
1 Source: 2019 NACUBO-TIAA Study of Endowments



私人基金会与捐赠基金为实现其资产的保值增值，需要对其资产进行适当配置，以力争在较低的风险水平获取最佳回报。私人基金会与捐赠基金天然的长期性甚至永续性，以及对于投资回报的愈发重视，与私募投资基金对于长期资本的需求不谋而合。有趣的是，近些年来私人基金会与捐赠基金也在试图增加对于私募股权这一资产类比的配置比例。公开报道显示，2019年哈佛大学价值409亿美元的捐赠基金计划增加其对于并购基金以及创业投资基金的投资比例，以试图获取更高的投资回报。如下图所示，根据美国一家投资咨询公司NEPC于2019年4月发布的一项研究报告，截至2018年12月31日，私人基金会和捐赠基金普遍将10%左右的资产投资于私募股权或债权。

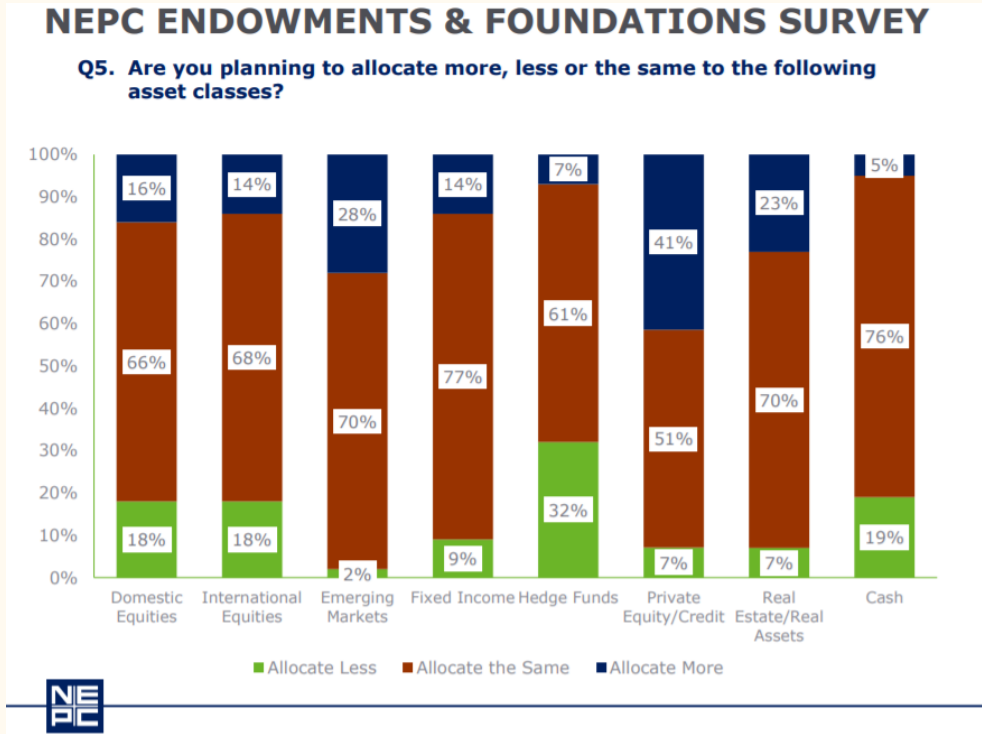
NEPC ENDOWMENTS & FOUNDATIONS SURVEY

Q4. What is your current asset allocation (as of December 31, 2018)?



尽管如此，但有41%的被调查对象明确表示在下一年度有意愿增加对于私

募股权的资产配置。近年来伴随着全球市场上频繁出现的黑天鹅事件，以及2020年开年以来的新冠病毒爆发导致的美股暴跌并连续触发熔断，我们有理由相信私人基金会与捐赠基金将会把更多的资产从股票市场等转移至私募股权/私募投资基金市场。



对于私募投资基金而言，接纳私人基金会与捐赠基金的投资绝非易事。如上所述，私人基金会与捐赠基金的特性决定其在投资私募基金时有独特的考量因素：

（1）社会责任投资原则（ESG 原则）

美国捐赠基金因其教育或公益背景，是最早在其投资组合中践行社会责任投资的机构投资者之一。早期的社会责任投资主要限制投资基金不得进行特定领域的投资，包括石油等化石燃料、武器枪械以及烟草。如今的社会责任投资则更加侧重于要求进行具有一定社会责任影响的投资，并促进可持续发展。关于社会责任投资原则，详见本《蓝宝书》第7.1节。

因此，为满足私人基金会或捐赠基金对于社会责任投资的要求，私募投资基金的管理人通常需承诺在作出投资决策时将会考虑ESG因素，并且允许在某些情况下捐赠基金等有权因ESG因素而不参与特定项目投资。此外，此类投资人通常要求私募投资基金在年度信息披露时额外提交一份投资项目ESG评估报告。

（2）附属协议

如同其他类型的专业机构投资者，私人基金会和捐赠基金通常也会在私募投资基金中要求通过附属协议形式享有特定权利。对于此类投资人而言，较为常规的附属协议条款包括：

- （i）最惠国待遇：若管理人给予其他同等或更低认缴出资金额的投资人更优惠的权利，则私人基金会/捐赠基金有权选择适用该等更优惠条款；
- （ii）特别通知：针对关键人士变动、任何影响管理人或私募基金的不利监管程序或法律行动、财务报告或利益冲突事项，需对私人基金会/捐赠基金进行特别通知；
- （iii）信息披露：尤其对于募资中介费用以及与基金募资相关的费用应当予以披露；
- （iv）豁免适用特定条款：即有权豁免适用某些与私人基金会/捐赠基金内部政策相冲突的条款。

（3）信息透明度

相较于私人基金会，捐赠基金因其资金来源更为广泛的特性，故本身对于其捐赠人或其他公众承担着更为严格的信息透明度要求。该信息透明度要求进一步传导至底层的私募投资基金，并要求私募基金的管理人能够提供更多的投资组合信息、财务数据信息及/或其他相关数据。

除了常规的基金报告以外，捐赠基金还可能会要求私募投资基金提供关于基金举债、基金预留款项、管理费抵销金额、特定类型的项目投资等基金信息。

（4）税务筹划

尽管私人基金会通常豁免征收所得税，但若其被视为获得了UBTI，即通过与其慈善目的无关的相关非主营业务获得收入，则此类收入将会被征收所得税。因此，私募投资基金在接纳此类投资者时，需要审慎作出税务筹划，且通常需要为此作出较多税务相关的陈述与保证，以降低投资者的潜在税务风险。关于UBTI的具体内容，详见本《蓝宝书》第5.2.2节。

4.6 个人投资者和家族办公室

高净值个人投资者（Individual Investors）和家族办公室（Family Office）也是私募基金市场不可忽视的资金方。

4.6.1 个人投资者

个人投资者的概念比较好理解，相较于机构投资者，个人投资者的投资规

模通常较小，有时候为了满足一些大型基金最低认缴出资额的要求，一些高净值个人可能会一起投资于一家银行或其他金融机构设立的“联接基金”，再以该联接基金投资于目标基金，以满足目标基金的认缴出资额要求。此外，个人投资者的投资活动可能不会聘请专业运作团队。

4.6.2 家族办公室

(1) 家族办公室的起源

而就家族办公室而言，因其常与财富金字塔顶端的超级富豪家族联系在一起，显得有些神秘。不同于一般的个人投资者，家族办公室资金体量雄厚，且一般都有专业的投资运作团队。

家族办公室的运作模式起源可追溯至15世纪的佛罗伦萨，著名的美第奇家族通过投资年轻艺术家的作品积极支持他们，赞助了达芬奇、米开朗基罗、伽利略和波提切利等一些有史以来最伟大的大师，成了风险投资最初的雏形（这时距离第一个正式的风险投资公司成立足足有500年）。在1882年，约翰·D·洛克菲勒（John D. Rockefeller）建立了世界上第一个真正的家族办公室。根据美国家族办公室协会（Family Office Association）的定义，家族办公室是“专为超级富有的家族提供全方位财富管理服务，以使其资产的长期发展，符合家族的预期和期望，并使其资产能够顺利地进行跨代传承和保值增值的机构。”到了二十世纪初，伴随科技领域新财富阶层的不断涌现以及全球金融市场的一体化发展，家族办公室大有兴起普及之势。

(2) 家族办公室的运作实践与展望

家族办公室财富可以是第一代、第二代或多代的，从约翰·D·洛克菲勒那样的“祖传财富（old money）”到谢尔盖·布林（Sergey Brin）那样的新贵。家族办公室可以是单家族办公室或多家族办公室；多家族办公室由多个家族汇集资源创建，其在治理、投资决策过程的独立性方面往往更为严肃和正式，也更注重利润和财富增值。有些家族办公室属于精简型企业，它们由一些专业人士组成，只专事于投资事务。而另一些家族办公室是大规模的团队，它们有各种类型的内部员工以及众多的供应商关系，并搭建了内容全面的服务平台。根据安永发布的《家族办公室指南》⁸⁷，全球有10,000多家家族办公室，管理资金规模达5.1万亿美元之巨。目前，家族办公室设立的热门地点主要有卢森堡、中国香港、伦敦、瑞士和迪拜等。这些城市通常具有完善的治理机构、私密的银行系统和稳定的政治环境等要素。

⁸⁷ 更多信息请参阅原文“EY Family Office Guide”，网址：https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_us/topics/tax/ey-family-office-guide-2016.pdf。

瑞银集团（UBS）的一份报告显示，特定家族财富的来源决定了家族办公室的风险偏好、投资风格和配置选择。美国和亚洲家族最热衷于投资“增长型”资产，其中风险资本和私人股本占了很大比重（如下图）。



由于家族办公室对保密和隐私有较强的要求，家族办公室的投资细节一般都是秘密进行，极少进行公开宣传。这种做法有利于保护隐私，但这种对宣传的避讳确实给企业家带来了损失。在没有引人注目的新闻稿和很少的家喻户晓的风投公司的情况下，很难建立吸引人才的光环效应。

由于家族企业通常投资于后期风险投资，并且投资于更大的数量级企业，因此人们可以准确地将其视为成长型融资活动中相对活跃的资金来源。但也可能有例外，比如一个拥有专门风险团队的大家族办公室，或者一个以企业为主导、对特定行业偏好的家族办公室。对于基金市场而言，家族办公室是一个深厚但尚未完全开发的投资源泉。尽管它们表现出一系列特殊的习惯，而且在投资风格、组织结构和历史记录方面大都缺乏一致性，但它们仍是当今资金端市场中最有耐心、最看重长期回报的资本来源之一。随着全球各地富豪越来越多，家族资产规模越来越大，家族成员关系越来越复杂，我们有理由相信家族办公室的资产管理

规模还将继续增长。它们在帮助富豪家族在实现永续经营、财富传承的同时，也将为私募基金市场注入源源不断的优质资本。

第5章 境外基金税收政策

5.1 开曼群岛和英属维尔京群岛

开曼群岛和BVI的税收政策具有“税收中性”（tax neutral）的特点，即开曼群岛和BVI政府不征收所得税、资本利得税、印花税等税项，也不对与其他税收辖区经济活动有关的交易征税，这是为了确保通过开曼群岛和BVI进行的任何跨境交易都不会产生额外的税收负担和双重征税问题。

5.1.1 开曼群岛

根据开曼群岛《共同基金法》和《私募基金法》，开曼基金的组织形式主要有以下四种，不同组织形式的基金及其投资者涉及到的税负和申请税务承诺证明（Tax Undertaking Certificates）的情况如下表所示：

基金组织形式	基金税收待遇	投资者税收待遇	税务承诺证明
豁免公司型基金 ⁸⁸ (EC)	无需缴纳任何所得税、预提税或资本利得税等直接税；营运过程中可能就特定业务产生印花税、关税等间接税。	无需就其股份和股息分红缴纳任何所得税、预提税或资本利得税，也无需缴纳遗产税、赠与税等。	可根据《税收优惠法》（Tax Concessions Law）申请税务承诺证明，自承诺证明生效之日起在开曼群岛实施的任何法律均不得使其产生额外税负。该承诺期限自申请批准之日起不超过30年，实操中通常为20年。
有限合伙型基金 ⁸⁹ (ELP)	被视为税收透明实体（flow-through），基金层面不产生税负。	无需就其股份和股息分红缴纳任何所得税、预提税或资本利得税等直接税，也无需缴纳遗产税、赠与税	可申请税务承诺证明，以保证未来50年内在开曼群岛实施的法律将不会对其因运营和财产增值产生

⁸⁸ 指根据 Companies Law (2018 Revision) 及其不时修订更新版设立的开曼豁免公司 (Exempted Company) 形式的基金。

⁸⁹ 指根据 Limited Liability Partnership Law, 2017 及其不时修订更新版设立的开曼豁免有限合伙企业 (Exempted Limited Partnership) 形式的基金。

基金组织形式	基金税收待遇	投资者税收待遇	税务承诺证明
		等。	的利润、收入、收益及其合伙人在基金中的份额产生的收益征税。
有限责任公司型基金 ⁹⁰ (LLC)	无需缴纳任何所得税、预提税或资本利得税等直接税；营运过程中可能就特定业务产生印花税、关税等间接税。	无需就其股份和股息分红缴纳任何所得税、预提税或资本利得税，也无需缴纳遗产税、赠与税等。	可申请税务承诺证明，以保证未来50年内在开曼群岛实施的法律将不会对其利润、收入、收益或增值征税。
信托型基金 ⁹¹ (Unit Trust)	通常注册为免税单位信托，无需缴纳任何所得税、预提税或资本利得税等直接税。	无需缴纳任何所得税、预提税或资本利得税，也无需缴纳遗产税、赠与税等。	可申请税务承诺证明，以保证自信托设立之日起50年的固定期限内在开曼群岛实施的法律将不会对其征税。

5.1.2 英属维尔京群岛

与开曼基金类似，BVI基金和管理人在BVI无需缴纳任何所得税、预提税或资本利得税，并且BVI不对发行、转让或赎回基金的股份、权益或合伙份额征收任何资本利得税或印花税。此外，BVI也没有遗产所得方面的纳税义务。

5.1.3 开曼经济实质规则与 BVI 经济实质规则之对比

BVI和开曼群岛于2018年12月先后发布了《2018年经济实质（公司和有限合伙）法》（“《BVI经济实质法》”）、《2018年国际税务合作（经济实质）法》（“《开曼经济实质法》”），两部法案均已于2019年1月1日正式生效，规定在各自司法辖区内，相关实体从事相关业务须符合经济实质（economic substance）要求。以下就开曼经济实质规则与BVI经济实质规则进行对比介绍：

⁹⁰ 指根据 Limited Liability Companies Law (2018 Revision) 及其不时修订更新版设立的开曼有限责任公司 (Limited Liability Company) 形式的基金。

⁹¹ 是指根据 Trusts Law 及其不时修订更新版设立的免税单位信托 (Unit Trust) 型基金。

	开曼经济实质法	BVI经济实质法
相关实体	根据开曼《公司法》 ⁹² 、《有限责任公司法》 ⁹³ 和《有限合伙法》 ⁹⁴ 注册设立的开曼公司（包括在开曼注册的外国公司）、有限责任公司（limited liability company）和有限合伙（limited liability partnership），但：（1）投资基金（investment fund ⁹⁵ ）实体除外；（2）其业务主要在开曼境外进行管理并控制的非开曼税收居民实体除外。	根据《BVI公司法》和《BVI有限合伙法》 ⁹⁶ 注册设立的BVI公司和有限合伙（包括在BVI注册的外国公司和外国有限合伙），但非BVI税收居民实体除外。
相关业务	<p>两部法案规定的相关业务范围基本一致，包括：（1）银行业务；（2）分销和服务中心业务；（3）融资租赁业务；（4）基金管理业务（fund management business）；（5）总部业务；（6）持股业务（holding company business/holding business）；（7）保险业务；（8）知识产权业务；以及（9）运输业务。</p> <p>两部法案规定，基金管理业务指在开曼或BVI持有牌照（license）的实体所从事的基金管理业务，因而豁免持有牌照的管理公司（excluded person）不在上述规管范围之内。此外《开曼经济实质法》还特别规定其项下的相关业务不包括投资基金业务（investment fund business）。</p>	
经济实质	<p>从事相关业务的相关实体，就该等项相关业务需满足经济实质要求。从事多项相关业务的，需就单独的各项相关业务满足经济实质要求。</p> <p>1. 如果一般相关实体满足以下条</p>	<p>从事相关业务的法律实体需满足经济实质要求。从事多项相关业务的，需就单独的各项相关业务满足经济实质要求。</p> <p>1. 如果一般相关实体（不包括纯权益持有实体）符合以下要</p>

⁹² Companies Law (2018 Revision) 及其不时修订更新版。

⁹³ Limited Liability Companies Law (2018 Revision) 及其不时修订更新版。

⁹⁴ Limited Liability Partnership Law, 2017 及其不时修订更新版。

⁹⁵ 根据《开曼经济实质法》的定义，投资基金（investment fund）指主要业务为发行权益并募集投资人资金，目标为通过收购、持有、管理和处置投资项目进而为权益持有人获取收益的实体，且包括投资基金直接或间接投资或运营的任何实体。

⁹⁶ Limited Partnership Act, 2017 及其不时修订更新版。

开曼经济实质法	BVI经济实质法
<p>件，可视为满足经济实质要求：</p> <p>(1) 其就相关业务以合理的方式在开曼进行决策和管理（“合理”的界定标准主要包括董事会成员知识和经验是否匹配、董事会召开频次与相关决定是否匹配、董事会法定人数是否满足、董事会会议记录内容及所有相关记录是否保存在开曼等几个方面）；</p> <p>(2) 在开曼开展相关业务时：(i) 在开曼境内产生足够的运营支出；(ii) 在开曼境内有足够的业务实体（包括办公场所及相关设备等）；(iii) 在开曼境内有足够的拥有适格资质的全职员工；且</p> <p>(3) 在开曼从事核心创收业务（定义见下文）。若相关实体将核心创收活动外包给其他实体，则相关实体应可监督和控制该等外包实体的相关活动。</p> <p>2. 纯权益持有实体（不从事商业活动，仅持有其他公司权益），则仅需符合以下条件即可视为满足经济实质要求：</p> <p>(1) 符合《公司法》规定的所有申报要求；以及</p> <p>(2) 在开曼有足够的员工和办公场所来持有、管理对外投资的权益。</p>	<p>求，则视为满足经济实质要求：</p> <p>(1) 相关业务在BVI进行决策和管理；</p> <p>(2) 在BVI开展相关业务时，考虑到其业务实质和范围：(i) 就该等业务雇佣了足够数量的合格员工（短期或长期，被相关实体或其他实体雇佣均可，但必须身处BVI境内）；(ii) 在BVI境内产生足够金额的支出；(iii) 有进行核心创收业务合适的办公场所；(iv) 若为知识产权相关业务且需要使用特定设备，则该设备须位于BVI境内；且</p> <p>(3) 在BVI从事核心创收业务。若相关实体将核心创收活动外包给其他实体，则：(i) 核心创收活动均应在BVI境内；(ii) 在考虑是否满足经济实质要求时，仅考虑外包实体从事与相关实体产生收入相关的部分活动；(iii) 相关实体可监督和控制外包实体的相关活动。</p> <p>2. 纯权益持有实体（不从事商业活动，仅持有其他公司权益），则仅需符合以下条件即可视为满足经济实质要求：</p> <p>(1) 遵守其相关适用法律规定的义务（包括《BVI公司法》、《1996年合伙法》和《BVI有限合伙法》）；以及</p> <p>(2) 有足够的员工和办公场所</p>

	开曼经济实质法	BVI经济实质法
		来持有、管理对外投资的权益。
核心创收业务	<p>“核心创收业务”是指在产生收入方面对相关实体至关重要的活动，法案对于以上列举的每种相关业务的核心创收业务均进行了具体说明，下面选取基金管理业务和持股业务为例：</p> <p>1. 基金管理业务：</p> <p>（1）作出投资决策；</p> <p>（2）计算风险和储备（reserve）；</p> <p>（3）对货币和利率波动和套期保值作出决策；</p> <p>（4）为监管部门和/或投资者提供报告。</p> <p>2. 权益持有业务：从事持有权益所有相关活动。</p>	
信息报告	相关实体应向主管部门主动报告相关信息。	
法律责任	违反本法规定的实体或负责人将受到处罚，包括罚款、罚金、监禁和/或被法院裁定为已注销（defunct）企业（视具体情况而定）。	违反本法规定的实体或负责人将受到处罚，包括罚款、罚金、监禁和/或吊销（视具体情况而定）。

5.2 美国

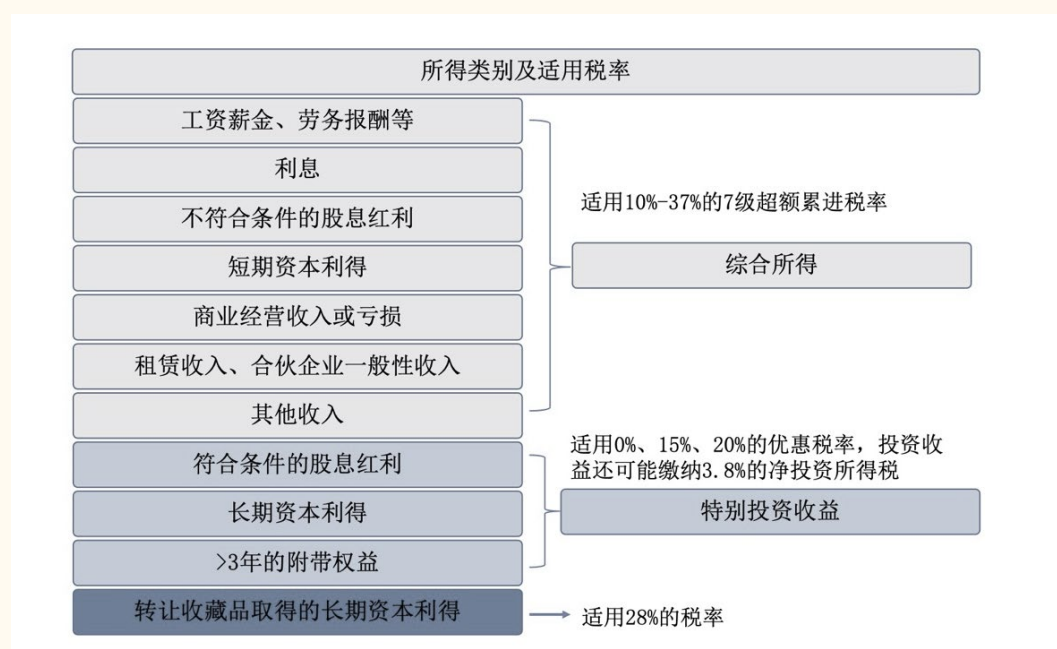
在美国联邦所得税法下，私募基金本身（通常采取有限合伙形式）被视为“穿透运营实体”（flow-through operating entities），其获取的所得在基金层面不需要缴纳所得税。基金的全部收入、费用、盈利、亏损都会按比例穿透到合伙人层面，按照收入的性质和金额，由合伙人就其划拨到的收入纳税，而不论该收入是否实际进行分配。此外，美国针对不同类型的基金投资者实行不同的税收政策，具体说明如下：

5.2.1 美国应税投资者

（1）一般纳税规则

美国应税投资者（U.S. taxable investors）是美国的居民纳税人。根据美国国内收入法典（Internal Revenue Code, “IRC”），所有美国公民和美国居民都被视为美国税收居民，对非美国公民而言，需依据“绿卡标准”或者“实际停留天数标

准”⁹⁷来判定是否为外籍个人税收居民。如上所述，穿透到合伙人层面的收入保留其原有性质，美国应税投资者需要就其全部所得按照不同的所得类别进行申报纳税，具体所得分类和适用税率如下图所示：



对管理团队来说，GP的管理费收入（management fee）按照“工资薪金所得”征税，收益分成收入（carried interest）则属于“资本利得”的应税范畴，持有期间超过3年的收益分成收入可以享受长期资本利得的优惠税率；受税率差异的影响，投资人倾向于长期持有基金份额，使其所得符合“特别投资收益”的规定。

（2）特别规则

（i）受控外国公司

受控外国公司（Controlled Foreign Corporation，“CFC”）是指超过50%的股份或表决权由美国股东持有，且每个美国股东均拥有此外国公司不少于10%股份或表决权。为了解决美国投资者通过设立海外架构试图避税的问题，IRC制定了针对CFC的反避税规则“Subpart F income”：CFC的被动活动收入，包括股息、利息、特许权使用费、租金、年金、销售或者置换产生消极所得的财产的净收入、外汇、视同利息的所得、代替股息的支付等，以及CFC之间的关联方交易所得适用10%-37%的累进税率计入美国投资者的综合所得，而不再享受长期资本利得的

⁹⁷ “绿卡标准”：根据美国移民法，如果外籍个人在一个公历年度内的任何时间里是美国的合法永久居民（Lawful Permanent Resident, LPR），该个人即满足了绿卡标准。“合法永久居民”是指，由美国公民与移民服务局（USCIS）特许以移民身份永久居住在美国的个人。一般来说，当个人拿到 USCIS 发放的外国人注册卡（即绿卡）时，便取得了美国的永久居住权；“实际停留天数标准”：如果外籍个人在美国停留的时间同时满足以下两个条件，则被视为满足本标准：（1）本公历年度内在美停留不少于 31 天；（2）根据以下计算公式，本公历年度和过去两个公历年度加起来的三年内在美停留不少于 183 天：（a）本年度在美停留的全部天数，加上（b）前一年度在美停留天数的三分之一，加上（c）再前一年度在美停留天数的六分之一。

优惠税率。美国2018税改后，对CFC的“全球无形资产低税收入”（GILTI）新征10.5%的税⁹⁸，其中，“无形资产”或“低税”并非构成全球无形资产低税收入的必要前提，利润超过受控外国公司有形资产10%回报率即符合条件。

（ii） 被动外国投资公司

CFC规则是针对美国投资者控股的情形，而被动外国投资公司（Passive Foreign Investment Company, “PFIC”）规则是针对美国纳税人投资外国公司但是没有控股的情形（持股小于50%）。PFIC要通过“收入测试”（income test），即达到损益表75%以上的收入为被动收入的标准，或通过“资产测试”（asset test），即达到资产负债表50%以上的资产用来产生被动收入的标准。IRC也规定了针对PFIC的反避税规则：PFIC的未来股息分配和转让股权所得不适用20%的优惠税率，只能按最高37%的综合所得税率纳税；此外，根据超额分配规定（excess distribution regime），从PFIC收到的超额分配须按比例分摊到投资者持有期间的每一天，并须缴纳先前纳税年度被视为欠税的利息费用。美国投资者如担心PFIC问题，出于减轻税负考量可能会做QEF election，每年将普通收入和资本收益计入投资者的收入而不论其是否实际收到该款项，使得在PFIC中的投资与国内投资适用相同的纳税规则，但不将股息收入视为“符合条件的股息红利”所得。

5.2.2 美国免税投资者

（1） 一般纳税规则

从事公共事业的非营利组织一般是美国的免税实体（U.S. tax-exempt investors）。IRS发布的税收豁免主体主要包括慈善组织、教堂和宗教组织、私人基金会、政治组织和其他非营利组织。具体到美元基金投资者中，养老金计划（pension fund）、个人退休账户（IRA）、慈善基金会（foundation）和校友捐赠基金（endowment）等都属于美国免税投资者，根据美国税法，这些主体从基金取得的被动收入（passive investment income），如分红、利息、资本利得都可以豁免缴纳联邦层面所得税⁹⁹。

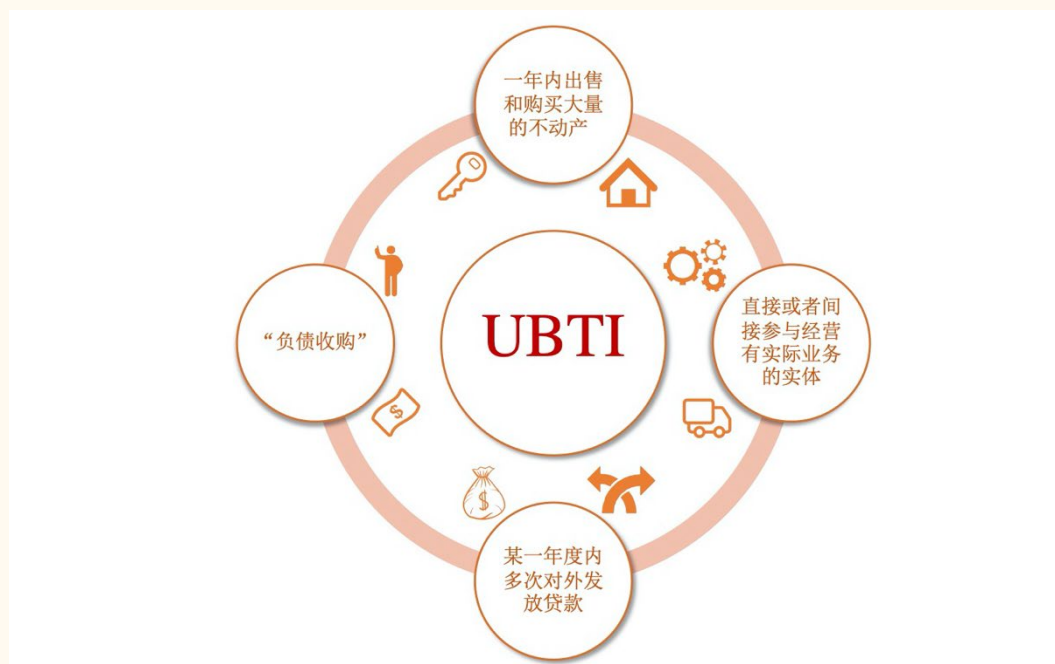
（2） 特别规则：非主营业务收入

如上所述，美国免税投资者一般被豁免对基金的收入纳税，但非主营业务收入（unrelated business taxable income, “UBTI”）并不属于免税所得。UBTI一般是指免税主体通过非主营业务取得的收入。根据美国税法规定，大多数的被动投资收入不属于UBTI，比如分红、利息、资本利得收入以及一些房屋租金。而可能会被视为非主营业务的交易活动包括：（a）一年内出售和购买大量的不动产；（b）直接或者间接参与经营有实际业务的实体，例如通过一个税务穿透实体LLC来运营一家餐馆、便利店、加油站等；（c）某一年度内多次对外发放贷款。这些

⁹⁸ 参见 IRS 第 2018-67 号公告。

⁹⁹ 地方州层面须视不同州的具体情况，很多州与联邦一样对特定实体豁免州或地方所得税。

活动产生的收入一般会被视为UBTI。另外，如果有“负债收购”（acquisition indebtedness），也就是投资的时候进行了举债，那么收购来的资产所产生的收入，根据负债率的不同，一般也会部分或全部被视为UBTI（具体而言属于UBTI中的UDFI，unrelated debt-financed income）。比如基金收购资产的资金中有50%来自借债，则基金从该资产中所获收入的50%会被视为UBTI。由于基金在美国联邦所得税法下是税收穿透实体，基金产生的UBTI的金额和性质都会被穿透传递给基金的投资人，因而会对免税投资者造成很大的影响；此外，基金在美国收到的交易费和分手费也可能被视作UBTI穿透给投资人。



为避免UBTI的不利影响，基金可能会采用阻断架构（blocker structure），通过一个按照美国法下的C corporation（“**阻断实体**”）征税的实体进行会产生UBTI的投资，阻断实体所发生的负债不会被视作股东负债，通过阻断实体持有的投资不会产生UBTI，并且从阻断实体收到的股息也不会被视为UBTI，但免税投资者通过阻断实体所需缴纳的税款可能会比直接按UBTI纳税更高，因而很多免税投资者倾向于认为直接接受UBTI可能比通过阻断实体避免UBTI更加划算。

5.2.3 非美国投资者

(1) 一般纳税规则

非美国投资者（Non-U.S. investors）不是美国的居民纳税人。美国的所得税制兼有“属地管理”和“属人管理”两种体制，就美国所得来源（U.S. Source of Income）而言，所得税原则上采用“属地主义”，非居民纳税人应该就源自美国境内所得向美国政府缴税。具体到基金投资者层面，如果非美国投资公司或个人在美国实际从事业务运营（U.S. trade or business），则需要就该部分收入在美国纳税。

(2) 特别规则：实质关联收入

实质关联收入（effectively connected income, “ECI”）是指非美国投资人在美国实际从事业务运营，由此产生的与这些业务具有实质关联的收入，满足“资产使用测试”（Asset-Use Test）或“商业活动测试”¹⁰⁰标准（Business Activities Test）的投资收入将被视为ECI。一般来说，基金的投资收益如出售被投资公司的所得、股息、利息等收入均不构成ECI，因为这些收入并未涉及在美国实际从事业务运营。但是，基金从事的特定投资活动可能产生ECI：一是对美国房地产权益的投资，包括投资美国房地产及持有大量美国房地产的美国公司（U.S. corporations）；二是投资于一些有限合伙或者LLC形式的美国穿透运营实体，由于这类企业的收入一般来源于经营收入而不是被动投资收入，这些收入被穿透传递到基金的投资人时，仍会被视为ECI。另外，如果出售合伙企业或LLC的份额，而该合伙企业或者LLC在美国实际从事业务运营，所得的收入也会被视为ECI；三是基金在美国收到的交易费、分手费通常会被视为ECI。

为避免ECI的不利影响，基金同样可能会采用阻断架构，通过一个阻断实体持有会产生ECI的投资。阻断实体层面需要承担美国所得税纳税义务，从而阻断ECI穿透到投资人。但该阻断实体本身需要承担全部美国税负，这样一来可能与非美国投资人直接收到ECI所需缴纳的税收基本相同甚至会更高。

5.3 中国香港

近年来，香港一直在巩固其国际金融中心的地位，不断加强在资产管理、投资和顾问服务等领域的竞争力。私募基金作为当下全球资产管理领域中的重要组成部分，其税务地位也一直受到基金管理人的重点关注。2018年12月7日，香港政府公布《2018年税务（豁免基金缴付利得税）（修订）条例草案》，拟将此前适用于离岸基金及其特定目的公司（special purpose entity, “SPE”）的利得税豁免待遇扩大至所有符合条件的“私募基金豁免”（Private Funds Exemption），不论其在香港或海外设立或营运。《税务（豁免基金缴付利得税）（修订）条例》（“《基金免税条例》”）已于2019年4月1日生效。

在香港的税务体制下，原则上任何组织（包括法团、合伙业务、受托人或团体），在香港经营行业、专业或业务而获得在香港产生或源自香港的应税利润，均须缴纳利得税（profits tax）¹⁰¹。《基金豁免条例》使得所有在香港运营的基金，只要符合若干条件，不论其结构、离岸或在岸、规模或目的，均可享有同样的利得税豁免。具体而言，享受利得税豁免相关实体须符合的条件包括：

¹⁰⁰ “资产使用测试”要求收入必须与用于或持有备用于美国业务运营的美国资产相关；“商业活动测试”要求在美国进行的业务活动是实现该收入的重要因素。

¹⁰¹ 自2018/19课税年度起，香港实行两级制利得税税率：法团适用8.25%及16.5%两级税率，非法团适用7.5%及15%两级税率。

- (1) 相关实体须符合“基金”的定义。《基金豁免条例》第 20AM 条引入了“基金”（fund）定义，该定义基本上沿用了《证券及期货条例》（第 571 章）附表 1 第 1 部分所载“集合投资计划”（collective investment scheme）的定义¹⁰²。同时，《基金豁免条例》也明确排除了不属于“基金”的特定情形，如为一般商业或实业目的而经营的业务实体不是基金，又如，本就享有《税收条例》第 26（1A）免税待遇的共同基金（mutual funds）、单位信托或类似投资计划。值得注意的是，目前《基金豁免条例》也排除基金投资人均属同一公司集团的情形，因此通常的员工持股平台则不属于“基金”。此外，《基金豁免条例》沿用了目前对“基金”的 SPE 在利得税豁免上的适用，根据《基金豁免条例》第 20AO 条，SPE 可以适用豁免利得税，在基金持有 SPE 部分股权的情况下，其可享受的豁免比例需相应折算。
- (2) 相关交易须符合一定条件。首先，基金交易内容应当属于合格交易或附带交易。合格交易是指属于《基金豁免条例》附表 16C 指明类别资产的交易；而附带交易即指附带于合格交易的交易。附表 16C 指明资产交易涵盖了常规的基金投资范围，具体包括：证券、私人公司股份、债权证、债权股额、基金、债券或票据、期货合约、外汇交易合约、存款、存款证、交易所买卖商品、外币、场外衍生工具产品等。附带交易则需要满足附带交易部分营业收入不超过基金营业总收入（即合格交易及附带交易营业收入之和）5%的要求。另外，此次修订也排除了“污染原则”（tainting principle）。若基金产生非合格交易，不会使得基金丧失税收豁免地位，仅该非合格交易对应的收入部分按照相关规定课税；其次，交易方式方面，基金的合格交易应当由获香港证监会发牌的机构在香港进行或安排，如果不满足前述要求，该基金也可以成为“合格投资基金”（qualified investment fund）来享受利得税豁免待遇。合格投资基金有最低投资者人数（至少 5 人）、资本认缴总额、发放净收益的相关要求。其中就最低投资者人数的计算，根据原先香港税务局（Inland Revenue Department）于 2015 年发布的《第 51 号税务条例执行指引》，仅为满足接纳不同法域投资者的需要而设立的联接基金，或出于合规或税务等原因设立的平行基金，将合并计算该等实体上层的投资者人数。

此外，《基金豁免条例》还对私募基金提出了如下反避税要求：

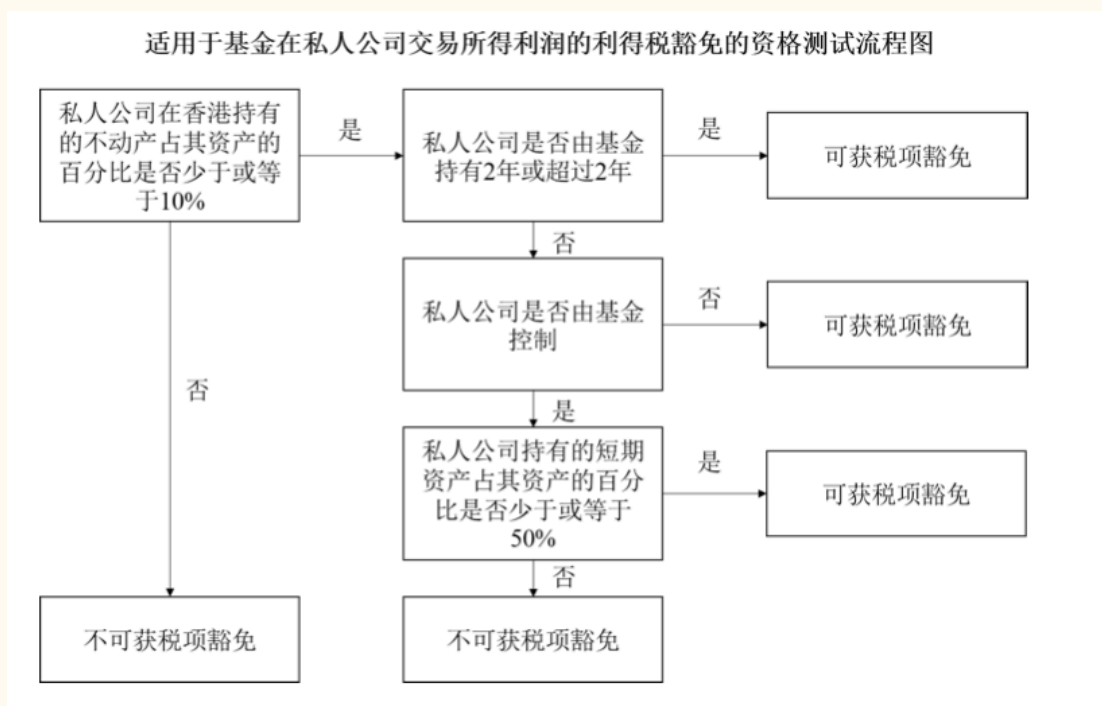
¹⁰² “集合投资计划”需满足以下条件：集合投资载体的财产是由运营该载体的人（或其他方代表该人）管理，或参与者对集合投资载体的投资、以及向投资者分配的利润或收益，均是汇集的；参与者没有对集合投资载体财产的管理进行日常控制；集合投资载体的目的或作用，是使参与者能够分享或获取利润或收益、或其他回报。

(1) 投资私人公司股权的特殊要求

基金投资的私人公司，无论其在中国香港境内或境外成立，由其产生的收益均可享受利得税豁免，但是必须满足以下测试要求，以满足反避税之目的：

- (a) 不动产测试：如基金投资的私人公司在香港直接或间接持有的不动产（不包括基础设施）超过其资产的10%，基金须就投资于该私人公司所得的利润缴付利得税。
- (b) 持有期测试：在通过不动产测试条件的情况下，基金仍需持有该私人公司的投资至少两年，方可就买卖该公司所得的利润豁免缴付利得税。如不满足两年持有期的条件，则继续进行短期资产测试。
- (c) 短期资产测试：(i) 基金没有该私人公司的控制权；或 (ii) 基金在该私人公司拥有控制权，但私人公司持有的短期资产不超过公司资产价值的50%。

具体测试流程参见下图¹⁰³：



(2) 香港居民持有基金比例限制

香港居民（单独或与其关联方）如果持有可享税项豁免基金30%或以上的实益权益（如该基金为香港居民的关联方，则无论持有任何比例的实益权益），便会视为就该基金从合资格交易所买卖利润中取得应纳税所得。该限制主要为了避免香港居民利用以“基金”形式来掩盖其他商业目的，从而得以规避税收。

¹⁰³ 请参见立法会 CB (1) 101/18-19 (04) 号文件，即“关于为基金提供利得税豁免的建议”的文件。

5.4 新加坡

在众多海外基金设立地中，新加坡以其有力的税收激励措施，完善的法律及监管体系和知识密集型劳动力等优势成为重要的角逐方之一。尤其近年来，新加坡政府加大制度设计，出台了针对基金的免税计划，增加了在新加坡开展基金管理业务的吸引力。

5.4.1 一般纳税规则

新加坡常见的三种基金架构包括以有限合伙作为基金主体的有限合伙制基金、以有限责任公司作为基金主体的公司制基金和可变资本公司（Variable Capital Companies, “VCC”）作为基金主体的独立基金或伞形基金。如不考虑任何税收豁免政策，有限合伙制基金遵循税收穿透原则，基金层面无需纳税，根据合伙份额对个人合伙人按0%-22%的累进税率征收个人所得税，对公司合伙人征收17%的公司所得税；公司制基金则需要就其利润缴纳17%的公司所得税。新加坡采用“单层税制”（single-tier tax system），公司制基金向投资者分配的利润免税，新加坡也不征收任何资本利得税。同公司制基金的税收待遇一样，VCC基金也需就其所得缴纳17%的公司税。

5.4.2 基金税收优惠

新加坡针对基金的免税计划¹⁰⁴主要包括：离岸基金免税计划（Offshore Fund Tax Exemption, Section 13CA of the SITA）¹⁰⁵、新加坡境内基金免税计划（Onshore（Singapore Resident Company）Fund Tax Exemption Scheme, Section 13R of the SITA）和特级基金免税计划（Enhanced Tier Fund Tax Exemption Scheme, Section 13X of the SITA）。

（1）离岸基金免税计划

该免税计划的适用需要满足以下两个条件：（a）基金形式须为公司制；及（b）不能是新加坡税务居民。

该类型的免税待遇对基金规模、基金支出和投资者策略没有要求，且无需经新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, “MAS”）批准，只要自行判断符合要求的，就无需进行纳税申报。

（2）新加坡境内基金免税计划

该等免税待遇没有基金规模限制，但需要满足以下五个条件：

¹⁰⁴ 新加坡目前施行的基金免税计划有效期截至 2024 年 12 月 31 日，在期限届满前，新加坡政府会视情况修改和延期（如需）。

¹⁰⁵ 当基金的管理人是新加坡持牌/注册的基金管理人时，无论基金是否在新加坡境内成立，其收入可能被视为来源于新加坡境内，并需在新加坡境内缴税。

- (a) 基金形式须为公司制；
- (b) 基金必须是新加坡税务居民，即基金在新加坡成立且基金行政管理发生在新加坡境内（administration performed in Singapore）；
- (c) 基金的行政管理人（fund administrator）必须是新加坡境内的行政管理人；
- (d) 每年在新加坡境内发生的商业支出至少为20万新币；及
- (e) 需要MAS的批准。

(3) 特级基金免税计划

该免税待遇适用于所有基金形式，包括公司、信托和合伙企业，且包括基金的共同投资实体、非公司型特殊目的公司（SPV）及两层以上的SPV，且不要求是新加坡居民。但该免税计划的适用需要满足以下四个条件：

- (a) 基金规模不低于5,000万新币；
- (b) 每年在新加坡境内发生的商业支出至少为20万新币；
- (c) 需要MAS的批准；及
- (d) 如果基金是在新加坡境内成立的基金，则基金的行政管理人必须是新加坡境内的行政管理人。

5.4.3 管理人税收优惠

除基金外，新加坡也有适用于基金管理人的税收优惠政策。原则上，基金管理人收取的管理费适用的所得税税率为17%，但根据“金融行业激励”（Financial Sector Incentive, FSI）计划，在满足下列主要条件及取得MAS批准的前提下，可以适用10%的优惠税率¹⁰⁶：

- (1) 基金管理人是 MAS 批准的持牌/注册基金管理人；
- (2) 基金管理人至少聘用三名有经验的投资专业人员（experienced investment professionals），每名专业人员每月的工资至少为 3,500 新币，且实质性地从事基金管理活动；及
- (3) 基金管理人的资产管理规模不低于2.5亿新币。

¹⁰⁶ 现行税收激励计划有效期截至 2023 年 12 月 31 日，在有效期届满前，新加坡政府会视情况修改并延期优惠待遇（如需）。

第6章 境外基金常见合规事项

6.1 开曼基金反洗钱合规

为了有效打击洗钱和恐怖融资行为，维护金融安全，在顺应反洗钱金融行动特别工作组（“**FATF**”）于2012年发布的《反洗钱和反恐怖融资40条建议》的基础上，作为境外基金设立热门地的开曼群岛在2017年10月2日出台了《开曼群岛反洗钱条例（2017版）》，对《开曼群岛反洗钱条例（2015版）》进行了一系列重要的修订，并在此后进一步更新发布了《开曼群岛反洗钱条例（2018修订版）》和《开曼群岛反洗钱条例（2019修订案）》（以下合称“《反洗钱条例》”）。

2017年10月2日生效的《开曼群岛反洗钱条例（2017版）》直接适用《开曼群岛犯罪收益法（2017修订版）》对“相关金融业务”的最新界定，从而扩大了“相关金融业务”的范围，即任何在开曼群岛开展“为他人提供基金或资金的投资、行政管理或（资产）管理”（investing, administering or managing funds or money on behalf of other persons）业务的实体都被纳入适用范围，这意味着原先不受监管的开曼封闭式私募投资基金（“**开曼基金**”）自此开始适用《反洗钱条例》，需要符合开曼群岛新反洗钱（Anti-Money Laundering）体系下的合规要求。

6.1.1 开曼基金在反洗钱项下的合规要点

（1）建立并维护一套反洗钱/反恐融资系统及计划

开曼基金需要建立并维护一套反洗钱/反恐融资系统及计划，覆盖尽职调查措施、评估风险的相关政策及程序、打击洗钱/恐怖融资的内部政策、识别相关人士/国家及行为的洗钱/恐怖融资风险的完善系统、记录存档系统以及内部报告系统等内容。

（2）了解您的客户

开曼基金应当在发生以下情形时对投资者进行尽职调查（KYC）：（i）与投资者建立关系；（ii）一次性交易金额超过15,000开曼元（包括单个交易金额及多个相关联交易的交易金额之和）；（iii）通过电汇方式进行的一次性交易；（iv）投资者有洗钱或恐怖融资嫌疑；（v）对于已获得的投资者身份信息的真实性和充足性有怀疑。根据风险的不同，开曼基金可以适用不同程度的尽职调查程序：

类别	程序
简易尽职调查程序	对于低风险的投资者，可适用简易尽职调查程序。简易尽职调查程序包括：（i）建立业务关系之后再核实投资者及其受益人信息；（ii）减少投资者身份信息更新的频率；（iii）基于合理的金额门槛，降低对交易进行持续监督和审查的力度；以及（iv）依赖相关第三方来核查投资

	者/最终受益人的身份。
强化尽职调查程序	如果反洗钱或反恐融资风险类别高或者交易属于可疑交易，则应适用强化尽职调查程序。与政治敏感人物或者来自高风险国家的投资者进行的交易通常适用强化尽职调查程序。强化尽职调查的措施包括要求投资者关于其身份、资金来源、业务关系性质及交易原因等提供更多信息，定期更新投资者及其实益拥有人的信息，加强业务关系监督等等。

(3) 任命反洗钱合规官、反洗钱报告官和反洗钱助理报告官以及对相关事项进行报告

开曼基金应当任命反洗钱合规官(“**AMLCO**”)、反洗钱报告官(“**MLRO**”)和反洗钱助理报告官(“**DMLRO**”)，该等人员 (i) 为有充足时间以有效履行职责的自然人；(ii) 应当具有反洗钱和反恐怖融资相关知识与经验；(iii) 理解并能胜任相应职位的职责；(iv) 制定可疑活动的内部报告程序并就可疑活动向开曼群岛金融报告局(Cayman Islands Financial Reporting Authority)报告；(v) 了解反洗钱和反恐怖融资相关法规并接受相关的培训；(vi) 能够进行文件和记录保存。开曼基金可任命内部人员，也可聘请外部人员(例如由行政管理人提供相关专业人士)承担相关职务。此外，AMLCO和MLRO可由同一人担任，各自具体的职责包括：

职位	职责
MLRO/DMLRO	(i) 接收与洗钱和反恐融资有关的报告；(ii) 根据其他相关信息核查报告内容是否真实；(iii) 向金融报告局报告可疑活动；以及(iv) 制作并保存反洗钱和反恐融资报告记录以及保存向金融报告局递交的报告记录等。
AMLCO	(i) 向董事会汇报；(ii) 与董事会定期沟通以使董事会能够符合其法定义务并采取有效的反洗钱/反恐融资措施；(iii) 拥有充足的时间以及足够的支持性人员；(iv) 为履行职责之目的可以不受限制地获取业务信息；(v) 制定并维护内部反洗钱体系；(vi) 确保内部反洗钱和反恐融资项目的定期审计；(vii) 备存合规记录；(viii) 为董事会提供关于合规的意见；以及(ix) 及时回复相关主管机构的问询等。

(4) 委托第三方提供反洗钱合规审查服务

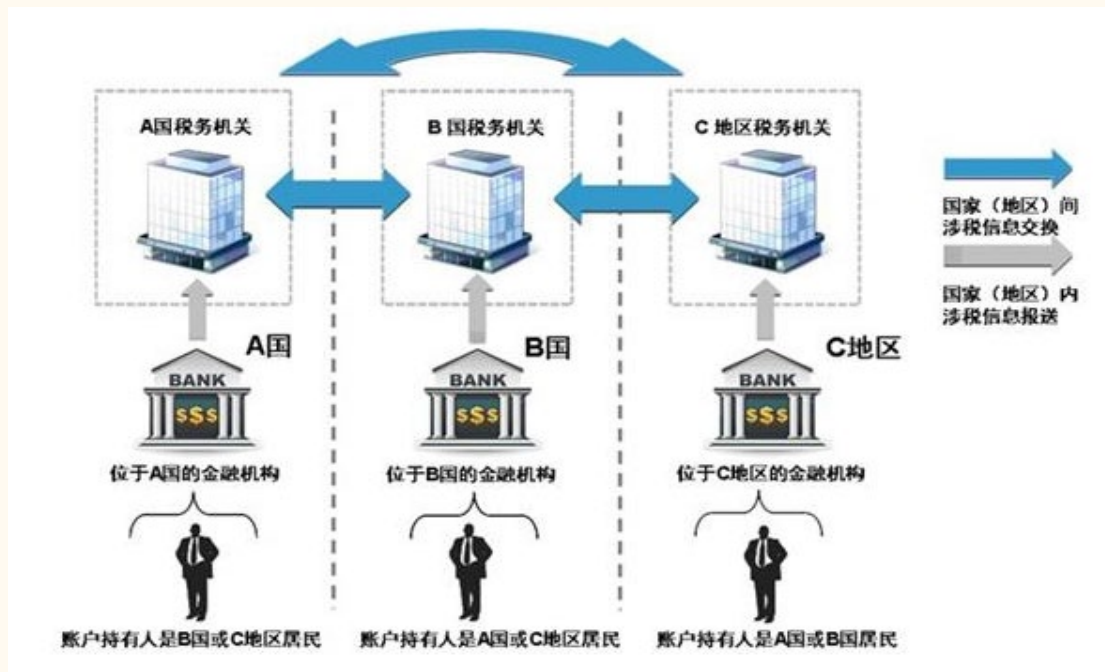
开曼基金可委托第三方提供合规审查服务。开曼基金通常委托基金行政管理人员（Fund Administrator）提供相关合规审查服务；未聘请基金行政管理人员的开曼基金可以委托基金管理人（Fund Manager）或其他第三方提供相关服务。开曼基金在与第三方服务提供方签订合同前应当对其进行尽职调查，评估相关风险，并在合同中明确双方的权利义务关系，同时制定第三方服务提供方无法提供合规审查服务时的应急计划。

6.2 开曼基金 FATCA/CRS 合规

6.2.1 FATCA 和 CRS 简介

随着经济全球化的发展，纳税人通过境外金融机构持有、管理资产并将受益隐匿在境外以逃避居民国纳税义务的现象日趋严重。为了打击跨境逃税并维护本国税基，美国国会于2010年3月通过了《海外账户税收遵从法案》（Foreign Account Tax Compliance Act, “FATCA”），要求海外金融机构需建立合规机制，对其持有的账户信息展开尽职调查，辨别并定期提供其掌握的美国账户信息。为降低金融机构合规成本，并消除FATCA合规义务与其他国家法律之间潜在的冲突，美国专门制订了《FATCA政府间协议》（Intergovernmental Agreement）以便于寻求国际合作，更好地实施FATCA法案。

以FATCA的双边合作为蓝本，经济合作与发展组织（OECD）于2014年7月发布了多边合作的《金融账户涉税信息自动交换标准》（Standard for Automatic Exchange of Financial Information in Tax Matters, “AEOI”）。AEOI包括《主管当局协议》（Competent Authority Agreement）范本、统一报告标准（Common Reporting Standard, “CRS”）及其释义，要求金融机构应对在本机构开立的相关账户进行尽职调查，识别非居民金融账户，记录并报送非居民金融账户相关信息。CRS本质是为了全球性的抵制偷税漏税而在不同国家之间进行自动报告财务信息，因此又被称为全球化的FATCA。CRS的整体流程可参考下图：



(图片来源：“金融账户涉税信息自动交换”官网)

6.2.2 开曼基金在 FATCA/CRS 项下的合规要点

开曼与美国政府签署的《FATCA政府间协议》已经于2014年7月生效¹⁰⁷，开曼亦已经签署了《主管当局协议》¹⁰⁸，需要履行FATCA/CRS项下的义务，且开曼发布了《税务信息法》（Tax Information Authority Law）以施行FATCA/CRS的相关规定。在FATCA/CRS框架下，开曼基金通常落入“金融机构（financial institution）”下的“投资实体（investment entity）”范畴，需要对开曼基金的投资人履行合规义务。FATCA和CRS的框架一致，但具体规定上有所区别，整体而言，开曼基金通常需要履行以下FATCA/CRS项下的合规义务：

（1）注册并指定相关人士

开曼基金需要向美国国税局（Internal Revenue Service of the United States, “IRS”）注册以获得全球中介识别号码（global intermediary identification number, “GIIN”），该等注册需要开曼基金指定一位负责人（responsible officer），由其负责处理开曼基金的IRS注册和开曼基金在FATCA项下的合规事项。此外，开曼基金需要向开曼税务局（Tax Information Authority, “TIA”）注册，并提供其指定的主要联系人（principal point of contact, “PPOC”）和授权人（authorising

¹⁰⁷ 关于《FATCA 政府间协议》的签署情况，请参考官方统计数据，参见：<https://home.treasury.gov/about/offices/tax-policy/foreign-account-tax-compliance-act>。

¹⁰⁸ 关于《主管当局协议》的签署情况，请参考官方统计数据，参见：http://www.oecd.org/tax/exchange-of-tax-information/Status_of_convention.pdf。

person) 的相关信息(二者不得由同一人士担任)。

(2) 建立并维护一套 FATCA/CRS 项下的内部合规制度

开曼基金应当建立并维护一套其在FATCA/CRS项下的书面合规制度并实际遵守该等制度。

(3) 尽职调查并报告

基金应当对其投资者进行尽职调查,通常通过由投资人填写相关声明表格等方式实现。基金应当识别投资人的可报告账户(包括FTACA项下的美国可报告账户和CRS项下的可报告账户)信息并报告,报告的信息包括可报告账户持有者的名称(姓名)、地址、纳税人识别号(taxpayer identification number)、账号等。如果投资者为消极非金融机构,则通常需要“穿透”该消极非金融机构,识别其控制人(一般穿透至自然人或积极非金融机构)的税收居民身份,并提供相关信息。

(4) 委托第三方提供 FATCA/CRS 项下的合规审查服务

开曼基金可委托第三方提供FATCA/CRS项下合规审查服务。与开曼基金委托第三方提供反洗钱合规审查义务类似,开曼基金通常委托基金行政管理人(Fund Administrator)或其他第三方提供相关合规审查服务。

6.3 个人数据保护

2018年5月25日,欧盟《通用数据保护条例》(“GDPR”)¹⁰⁹正式生效;2019年9月30日,开曼群岛《数据保护法(2017)》(“《开曼数据保护法》”或“DPL”)¹¹⁰正式生效¹¹¹。GDPR及DPL生效,意味着属于适用范围的私募基金管理人或私募基金需分别受到GDPR及/或DPL的约束。

6.3.1 欧盟数据保护

从适用范围上看,GDPR既适用于在欧盟境内注册的私募基金管理人,也可能适用于欧盟境外的特定私募基金管理人,前提是欧盟境外的私募基金管理人在向欧盟境内个人提供商品或服务,或者在追踪记录(monitring)欧盟境内个人的过程中存在数据处理行为¹¹²。因此,对于设立在欧盟境内的私募基金管理人及设立在欧盟境外但在欧盟境内募资的私募基金管理人而言,要尤为注意GDPR的

¹⁰⁹ General Data Protection Regulation 及其不时修订更新版。

¹¹⁰ Data Protection Law, 2017 及其不时修订更新版。

¹¹¹ 尽管 DPL 于 2017 年制定,但其正式生效日为 2019 年 9 月 30 日。

¹¹² 数据处理行为指基于个人数据采取的任何行动或一系列行动,具体而言,数据处理指的是(1)收集(collection)、记录(recording)、组织(organisation)、建构(structuring)、储存、改编、改变、检索、咨询或使用个人数据;(2)通过传递、散播或其他令他人接触信息的方式披露个人数据;(3)校正、混合、阻止、擦除或毁坏个人数据。

适用问题。

(1) 欧盟数据保护的要点

(i) GDPR 保护个人数据

需要事先明确，虽然GDPR保护的主体是数据，但实际上仅限于欧盟境内的自然人的个人数据¹¹³，而不包括机构本身的数据（除机构提供的个人数据外）。

(ii) GDPR 的适用范围

就私募基金管理人而言，GDPR既适用于欧盟境内的私募基金管理人，又可能适用于欧盟境外的私募基金管理人。虽然GDPR是欧盟的区域性立法，但根据GDPR第3条的规定，GDPR将其适用范围扩大到欧盟之外。就欧盟境内适用而言，GDPR适用于设立在欧盟境内的控制者（controller）¹¹⁴和处理者（processor）¹¹⁵对个人数据的处理，而无论数据处理行为是否发生在欧盟境内；就欧盟境外适用而言，对未设立在欧盟境内的数据控制者或处理者，只要其数据处理行为发生在向欧盟境内个人提供商品或服务过程中（无论是否支付对价），或者追踪记录欧盟境内个人的行为，也要受到GDPR的约束。换言之，就私募基金管理人而言，GDPR既适用于欧盟境内的私募基金管理人，又可能适用于欧盟境外的私募基金管理人。

如私募基金管理人违反数据控制者或处理者的义务，包括违反保障处理过程的安全性义务、未在欧盟指定控制者或处理者的代理人、未及时通知监管机构个人数据泄露、存在数据安全问题等，最高可能招致1,000万欧元或其全球营业收入的2%的罚款（以较高者为准）。如私募基金管理人未经用户同意使用数据、侵犯数据主体权利或非法跨境流通数据的，最高可能招致2,000万欧元或其全球营业收入4%的罚款（以较高者为准）。

(a) 境内适用：在欧盟境内注册

根据前述，GDPR适用于设立在欧盟境内的控制者和处理者对个人数据的处理，而无论数据处理行为是否发生在欧盟境内。因此，对于欧盟境内的数据控制者或数据处理者，在处理个人数据时，应严格遵守GDPR的要求。如果拟在欧盟境内设立实体并申请私募基金管理人牌照，那么欧盟境内私募基金管理人需遵守GDPR的要求。

¹¹³ “个人数据”是指任何指向一个已识别或可识别的自然人（数据主体）的信息，这类信息通常包括姓名、身份证号、定位数据、在线身份识别的标识，或者有关该自然人的一个或多个物理、生理、遗传、心理、经济、文化或社会身份的要素。

¹¹⁴ “控制者”指能单独或联合决定个人数据的处理目标和方式的自然人、法人、公共机构、行政机关或其他非法人组织。

¹¹⁵ “处理者”指的是为控制者处理个人数据的自然人、法人、公共机构、行政机关或其他非法人组织。

(b) 境外适用的特别要求：作出特定受监管行为

对于欧盟境外的私募基金管理人而言，只有其数据处理行为发生在其向欧盟境内个人提供商品或服务过程当中，或者追踪记录欧盟境内个人的行为时，才构成GDPR下的数据处理行为并适用GDPR。而私募基金管理人与欧盟境内的个人发生前述关联的情况包括：（1）基金投资者为个人投资者：由于募资过程当中通常涉及获取并处理该等投资者的信息（例如姓名、证件信息、联系信息、税收居民信息、资金来源、职业和收入信息、投资目标等），因此，欧盟境外的私募基金管理人亦将适用GDPR；（2）基金投资者为机构投资者：虽然基金投资者为机构投资者，但机构投资者向私募基金管理人提供了与机构投资者认购基金份额事宜相关的个人（“**机构投资者的相关个人**”）的数据（如无特别指出，下文的“投资者”包括前述（1）（2）所列情况下的个人）。

“向欧盟境内投资者提供商品或服务”的判断。这一概念较为模糊，但判断该行为的决定性因素在于，该欧盟境外私募基金管理人是否具备向欧盟境内投资者提供商品或服务的商业意图。具体可通过以下因素进行判断：（1）使用欧盟境内语言准备推介材料；（2）欧元作为基金发行的主要货币；（3）使用欧盟成员国境内的推介人向投资者推介其商品或服务。同时，根据GDPR第23号详述（Recital 23 of the GDPR），如无其他信息表明具有前述商业意图，欧盟境内的投资者仅可访问数据控制者、数据处理者或中介网站，或仅可获取该等主体的电子邮件地址或其他联系方式的情形，不足以构成向欧盟境内投资者提供商品或服务的意图。

“追踪记录欧盟境内投资者”的判断。如欧盟境内的投资者在互联网上通过追踪信息记录程序（tracking cookies）被追踪，网站所有者可能被认为实施了追踪记录行为，应适用GDPR。该等情形下，不要求其具备针对欧盟境内投资者提供商品或服务的意图。同时，根据GDPR第24号详述（Recital 24 of the GDPR），就是否构成追踪记录数据主体行为，应结合具体情形进行综合判断，包括是否存在为了作出与该个人相关的决定而收集信息，或为分析、预测其个人偏好、行为和态度之目的而收集个人信息。因此，如私募基金管理人使用信息追踪技术并用于分析欧盟境内投资者，则可能构成对欧盟境内投资者的追踪记录。

(2) 私募基金管理人适用 GDPR 的建议

(i) 无意向欧盟境内个人募资时，避免适用 GDPR

对于无意向欧盟境内个人投资者募集资金的私募基金管理人而言，建议应尽量避免使用欧盟境内成员国语言进行基金推介、避免使用欧元作为发行货币等。同时，鉴于追踪信息记录程序的广泛应用且该等技术通常会被理解为用于对用户进行身份识别，建议检查网站内容，慎重使用追踪信息记录程序，如确有必要使用，应通知数据主体该等数据处理行为并获得其同意，并确保其数据处理不被直接用于推介之目的。

(ii) 向欧盟境内个人募资时，需获取投资者的有效同意

根据GDPR第4条的规定，处理数据的合法性前提包括：（1）数据主体的同意；（2）为履行数据主体参与的合同；（3）为履行控制者所服从的法律义务；（4）为保护数据主体或另一自然人的切身利益；或（5）为维护公共利益或履行公共职权。对于私募基金管理人而言，对投资者数据处理最为重要的前提在于获得投资者的同意。

根据GDPR第7条及《欧盟数据保护法指南（2018年版）》（Handbook on European data protection law, 2018 edition）的相关内容，投资者有效的“同意”必须满足以下条件：（1）“同意”必须具体、清晰，是投资者在充分知情的前提下自主作出的；（2）如果数据控制者希望获得同意的事项区别于此前已经取得同意的事项范围，则需要向用户作出单独的说明；（3）如果将同意数据处理作为签订合同的前提条件，而这种数据处理事实上超出了提供服务所必须的范围，将违反有关“同意应当是自主作出”的规定；（4）数据主体享有随时撤回同意的权利¹¹⁶。基于此，私募基金管理人在获取投资者同意时，应参照有效“同意”的标准，取得无瑕疵的处理投资者数据的同意，从源头上避免合规风险。

根据我们的实务经验，私募基金管理人通常应当在认购文件中以“隐私通知（privacy notice）”的方式说明其获取个人数据的情况，以及使用其个人数据的情形，个人投资者签署认购册即表明其同意该等个人数据获取及处理。而对于机构投资者而言，通常也会明确要求机构投资者将“隐私通知（privacy notice）”递交给机构投资者的相关个人。

(iii) 恰当履行其他数据处理义务

如私募基金管理人确有必要处理欧盟境内个人投资者的数据，并已经取得个人投资者的有效同意，则其应根据自身实际情况确定其“控制者”或“处理者”的身份，以确定其具体的义务内容。数据控制者及数据处理者的义务的具体内容如下：

主体	义务
数据控制者	(1) 遵守GDPR的数据保护原则； (2) 做好数据处理记录； (3) 建立数据保护影响评估（Data Protection Impact Assessments）（如需）；

¹¹⁶ 根据《欧盟数据保护法指南（2018年版）》，在“同意”不能撤回或撤回“同意”将产生不利影响或撤回“同意”的程序较作出“同意”更为复杂的情形下，“同意”不能随时被撤回。

主体	义务
	<ul style="list-style-type: none"> (4) 指定数据保护官(Data Protection Officer)(如需); (5) 对数据主体的权利作出回应(例如被遗忘权); (6) 采取适当的技术和组织措施; (7) 将个人违规情况通知数据保护当局和数据主体; (8) 采取默认和设计的数据保护措施; (9) 为在欧盟设立的控制者在欧盟境内指定数据保护代理人; (10) 与数据处理者达成的协议当中包括特定的数据处理事项, 并仅使用采用适当技术和组织措施的数据处理器; (11) 在个人数据跨境转移的过程当中, 采取数据转移措施。
数据处理器	<ul style="list-style-type: none"> (1) 采取适当的技术和组织措施; (2) 将数据违规通知给控制者(如需); (3) 为在欧盟设立的处理者在欧盟境内指定数据保护代理人; (4) 与控制者达成的协议当中包括特定的数据处理事项; (5) 做好数据处理记录; (6) 指定数据保护官(如需)。

6.3.2 开曼数据保护

《开曼数据保护法》总体上以GDPR为蓝本制定, 其主要定义和规定也大体沿用了GDPR的规则。该法几乎适用于设立在开曼境内或在开曼境内处理个人数据的所有实体, 故在开曼设立的基金、管理公司及相关服务提供者也要遵守《开曼数据保护法》的规定。违反《开曼数据保护法》相关规定的人士, 可能被(单独或并罚)处以10万开曼元(约12万美元)的罚款及最长5年监禁。情节严重的, 罚金可高达25万开曼元(约30万美元)。需要特别注意的是, 如法人团体(body corporate)违反《开曼数据保护法》是由其董事、秘书、管理人员或履行同等职责的人士导致的, 该等人士也将受到相应处罚。

(1) 开曼《数据保护法》的要点

《开曼数据保护法》保护的是数据控制者¹¹⁷或数据处理者¹¹⁸所处理的个人数据¹¹⁹。从保护对象上看，《开曼数据保护法》保护的数据主体是自然人，而非机构。《开曼数据保护法》将个人数据分为两类：个人数据和敏感个人数据¹²⁰，并对敏感个人数据规定了更严格的保护措施。

(2) DPL 对开曼基金的适用

(i) 私募基金管理人在开曼境内注册

如果基金设立在开曼境内，无论数据处理行为是否发生在开曼境内，都要适用《开曼数据保护法》。尽管《开曼数据保护法》规定了若干豁免规则，但主要适用于公司金融服务（corporate finance service）¹²¹、国家安全、犯罪、健康、教育、社会工作、新闻、历史或科学研究目的，或根据法律规定进行数据披露等情况，通常无法适用于私募基金。

(ii) 涉及个人数据的处理

基金在募集及运营过程当中，会通过认购文件、反洗钱核查（KYC）材料等渠道获取投资者个人数据，例如投资者姓名、出生日期、住址、联系方式、职业以及资金信息等。该等个人数据的处理需要符合《开曼数据保护法》的各项要求。

(iii) 数据控制者和数据处理者身份

大部分情况下，开曼基金本身是数据控制者，其管理公司如代表基金处理数据，则会成为数据处理者。实操中，若开曼基金的日常管理职能委托给外部服务提供者（例如基金行政管理人）履行，则该服务提供者即为数据处理者。开曼基金或其管理公司在选任外部服务提供者承担数据处理义务时，应与外部服务提供

¹¹⁷ 数据控制者（data controller）指单独或与他人共同决定数据处理的目的、条件及方式的人士，包括在开曼境内设立或在开曼境内处理数据的法团（corporation）、俱乐部（club）、社团（society）、协会（association）、公共机关（public authority）或其他组织机构。如有开曼境外的实体在开曼境内收集个人数据，该境外实体还需要在开曼委托当地代表（local representative），在此情形下，该当地代表也属于数据控制者。

¹¹⁸ 数据处理者（data processor）指代表数据控制者处理个人数据的人士，但不包括数据控制者的雇员。数据处理者仅能根据数据控制者的指示以及与数据控制者签订的书面协议处理个人数据。

¹¹⁹ 个人数据（personal data）指与可被识别的自然人相关的数据，包括（1）其位置信息，在线标识（online identifier），或与其相关的身体、心理、基因、精神、经济、文化或社会身份等因素；（2）对相关数据主体的意见表达；（3）数据控制者或任何其他人士关于相关数据主体意图的表示。

¹²⁰ 敏感个人数据（sensitive personal data）指包含以下内容的个人数据：（1）种族或民族；（2）政治观点；（3）宗教或其他类似信仰；（4）是否为工会成员；（5）基因数据；（6）身体或精神健康或状况；（7）医疗数据；（8）性生活；（9）刑事犯罪或刑事指控；或（10）刑事程序或其裁判。

¹²¹ 根据 DPL 的规定，公司金融服务指下列服务：（1）票据承销（underwriting）；（2）为资本结构（capital structure）、行业战略（industrial strategy）和相关问题提供建议，为合并及收购（mergers and the purchase of undertakings）提供建议与服务；或（3）与第（1）项下的承销相关的服务。

者签订书面协议，确保外部服务提供者仅为约定目的处理数据，能安全储存数据，并确保外部服务提供者遵守《开曼数据保护法》的规定。

(3) 私募基金管理人适用 DPL 的建议

(i) 获得个人投资者的有效同意

与GDPR类似，根据《开曼数据保护法》附件2的规定，只有至少满足下列条件之一的，数据控制者才有权处理个人数据：(a) 取得数据主体的同意；(b) 为订立或履行数据控制者作为缔约方的合同处理数据；(c) 为履行数据控制者的法律义务处理数据；(d) 为保护数据主体的重大利益处理数据；(e) 为执行公共职能处理数据；(f) 为数据控制者或接收数据的第三方的合法利益处理数据。对开曼基金而言，最行之有效的条件是取得个人投资者的同意，包括在投资者签署的基金认购文件中声明其同意。

根据《开曼数据保护法》附件5的规定，构成有效的“同意”需要满足以下条件：(a) 数据控制者应承担证明数据主体同意处理其个人数据的责任；(b) 如果数据主体表达同意的书面声明中同时包含其他内容，那么该同意应该与其他内容有明确区分；(c) 数据主体有权在任何时候撤回其同意，但该撤回不具有溯及力；以及(d) 如果在数据主体和数据控制者之间出现重大的利益不平衡，则该同意不构成数据处理的合法依据。

(ii) 恰当履行其他数据处理义务

与GDPR类似，如私募基金管理人确有必要处理开曼境内个人投资者的数据，并已经取得个人投资者的有效同意，则其应根据自身实际情况确定其“控制者”或“处理者”的身份，以确定其具体的义务内容，包括但不限于作为数据控制者指定当地代表，遵守DPL规定的数据处理原则¹²²，作为数据处理者确保数据处理安全，记录数据处理活动等。

6.4 美国外国投资合规

6.4.1 简介

美国外国投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States, “CFIUS”）是美国联邦层面的跨部门委员会¹²³，有权审查在美国的某些外国人士

¹²² 根据《开曼数据保护法》的规定，处理个人数据应该遵守以下 8 个原则：(1) 公平处理原则（Fair and Lawful Processing）；(2) 目的限制原则（Purpose Limitation），即数据处理的目的应该是一个或多个特定的合法目的，且数据处理的方式不应与数据处理的目的冲突；(3) 数据最小原则（Data Minimization），即处理的个人数据应该是充分、相关但不过量的；(4) 准确、及时原则；(5) 限期保存原则，即应考虑数据保存的期限，且保存个人数据的期限不应超过必要期限，在期限外，数据应被擦除；(6) 权利保障原则，即数据处理应遵守数据主体的权利；(7) 数据安全保密原则；(8) 数据跨境保护原则。

¹²³ CFIUS 成员由以下部门的部长共同组成：美国财政部代表为主席（Department of the Treasury）、美国司法部（Department of Justice）、美国国土安全部（Department of Homeland Security）、美国商务部（Department of Commerce）、美国国防部（Department of Defense）、美国国务院（Department of State）、美国能源部

进行的外国投资交易以及某些房地产交易，以确定这些交易是否会对美国国家安全产生不利影响。美国于2018年8月13日正式通过了《外国投资风险审查现代化法案》（The Foreign Investment Risk Review Modernization Act of 2018, “FIRRMA”），一部为改革外国直接投资审查的法律，同时也扩大了CFIUS的审查权限并使审查程序更加“现代化”。

根据美国商务部2016年国际贸易处的报告，外商直接投资为美国1,200万人提供了就业机会，占美国劳动力人口总数的8.5%。美国国会在通过FIRRMA法案时也肯定了外国投资为美国提供了大量经济利益的事实，包括促进了经济增长、提高了生产率、创造了就业机会等。但是由于近年来科技与社会的发展导致威胁国家安全的本质因素已经发生了变化，美国必须使审查外国投资的程序及权限更加“现代化”才可确保在国家安全不受威胁的前提下，继续欢迎外国投资者前来开拓新市场。在平衡美国对外国投资的需求以及维护国家安全的两大政治诉求下，FIRRMA法案诞生了。在通过FIRRMA法案时，国会明确表示：“CFIUS应从保护国家安全的角度继续审查交易，不应考虑没有国家安全为纽带的国家利益的问题。”简单来说，国会的立场是CFIUS不应成为美国实现其他政治目的的工具。尽管如此，FIRRMA法案诞生之时正值中美贸易战的风口浪尖，特朗普总统也曾公开表示中国投资者通过在美国的投资以非正当的手段获得了美国的商业秘密以及关键科学技术，对美国国家安全造成了隐患及威胁。所以尽管FIRRMA是一部针对所有国家投资者的监管法律，但是其中仍然包含了与中国投资相关的特别条款（详细内容请见第6.4.6章）。本章节将简述FIRRMA法案的一些重要条款及合规要求。

6.4.2 FIRRMA 法案的历史沿革

现有的外国投资法律框架可追溯至1988年对《1950年国防生产法》的修订案（第721条的埃克森-弗洛里奥（Exon-Florio provision）修订案）¹²⁴，由里根总统签署。埃克森-弗洛里奥修订案授予了美国总统审查某些对国家安全存在潜在影响的并购交易的权力，总统则将权利下放至CFIUS，由其代为行使外国投资的审查权，旨在维护国家安全的同时保持开放的投资政策。因大量潜在针对美国六个港口商业运营的外国投资项目引发了美国政府的担忧，2007年10月，布什总统签署的《外国投资和国家安全法》（Foreign Investment and National Security Act of 2007, “FINSA”）对当时的外国投资监管法律进行修改，正式将CFIUS写入法律，对其权限进行了规范。

如上文所述，因时代变化与科技发展，威胁国家安全的因素已发生本质变

（Department of Energy）、美国贸易代表处（Office of the U.S. Trade Representative）、美国科技政策办公室（Office of Science & Technology Policy），另有美国国家情报委员会（National Intelligence）以及美国劳工部（Secretary of Labor）的部长作为无投票权的成员参与 CFIUS。请参见：<https://home.treasury.gov/policy-issues/international/the-committee-on-foreign-investment-in-the-united-states-cfius/cfius-overview>。

¹²⁴ Defense Production Act of 1950, 第 721 章。

化,美国当局认为有必要再次修改外国投资法以更好地平衡国家安全与外国投资之间的关系,2018年8月13日,FIRRMA法案由国会通过并经特朗普总统签署;2020年2月13日,FIRRMA法案已经全面生效,成为美国目前的外国投资监管法律。

2018年10月10日,美国财政部(Department of the Treasury)投资安全办公室发布了《针对审查涉及外国人士和关键技术的若干交易的试点规定》(Pilot Program to Review Certain Transactions Involving Foreign Persons and Critical Technologies,“《试点规定》”)。根据《试点规定》,CFIUS在FIRRMA全面生效前有权根据《试点规定》的内容施行FIRRMA中规定的部分内容。

2019年9月17日,财政部发布了两项拟议新规(proposed regulations),并最终于2020年1月13日颁布了两项最终规定¹²⁵,以全面实施FIRRMA。最终规定将取代先前存在的其他规定,并已于2020年2月13日正式生效。¹²⁶

6.4.3 CFIUS 的管辖权及管辖范围

在FIRRMA生效前,CFIUS只可审查“会导致外国人士控制美国企业的交易”。FIRRMA生效后,在保留上述管辖权的基础上CFIUS的管辖范围被明确扩大至以下四个方面¹²⁷:

管辖范围	定义	重点内容
敏感房地产交易	外国人士购买、租赁或使用特许权获得位于美国敏感政府设施(机场、海港、军队设施及周边区域)附近的房地产的交易,如这类交易将向投资者提供以下四项权利中的至少三项:(1)实地访问权;(2)排他权;(3)改进或开发权;或(4)安装固定结构或附加物权。 ¹²⁸	完整的受管制区域可以在最终规定的附则以及美国交通部发布的清单中找到。另外,最终规定中表明,为方便投资者识别受管制房地产的地理覆盖范围,财政部预计在未来将提供网络搜索工具。在此之前,投资者可以使用商务部下属的人口普查局的TIGERweb,其允许用户查询

¹²⁵ 两项新法规分别为:《外国人士在美国的特定投资的相关规定》(Provisions Pertaining to Certain Investments in the United States by Foreign Persons (31 C.F.R. part 800))以及《外国人士在美国的特定房地产交易的相关规定》(Provisions Pertaining to Certain Transactions by Foreign Persons involving Real Estate in the United States (31 C.F.R. part 802))。

¹²⁶ 《试点规定》使 FIRRMA 法案中的部分内容得以实施,而拟议新规及最终规定并非直接取代《试点规定》,而是意图使 CFIUS 可以根据其规定施行 FIRRMA 法案中的其他部分。

¹²⁷ 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》第 800.213 章。

¹²⁸ 《外国人士在美国的特定房地产交易的相关规定》总纲部分。

管辖范围	定义	重点内容
		军事基地的覆盖区域。 ¹²⁹
针对美国 TID 企业中的“其他投资”	<p>外国人士针对与关键技术（critical technology）、关键基础设施（critical infrastructure）或敏感个人数据（sensitive personal data）有关的其他投资（与关键技术、关键基础设施、敏感个人数据相关的美国企业并称“美国 TID 企业”），即使该投资为非控制性的，在特定条件下仍然受到 CFIUS 监管。具体来说，特定条件包括：给予外国人士接触美国 TID 企业中的重大非公开信息权利；给予外国人士董事会观察员、董事会或同等治理机构席位或提名权；或任何其他非通过投票权而实现的实质性参与公司决策过程的权利。¹³⁰</p>	<p><u>关键技术</u>。FIRRMA 法案规定，如任何美国企业“生产、设计、测试、制造、制作或发展了一项关键技术”就属于美国 TID 企业。“关键技术”特指以下六项：（1）《国际武器贸易条例》规定的美国军火清单上的国防用品或国防服务；（2）《美国出口管制条例》基于国家安全、生化武器扩散、核不扩散或导弹科技所列物项；（3）特定核专用设备、零部件、材料、软件和技术；（4）特定核设施、设备以及材料；（5）某些受到管制的特定制剂和毒素；以及（6）2018 年《出口管制改革法案》¹³¹第 1758 条项下的新兴以及基础技术。</p> <p><u>关键基础设施</u>。如某些美国企业拥有、经营、制造、供应或服务于电信、公用事业、能源和运输等行业的关键基础设施¹³²，则亦属于美国 TID 企业。FIRRMA 法案将关键基础设施的门槛设置的较高，指对美国至关重要的有形或虚拟系统及资产，且该等系</p>

¹²⁹ 《外国人士在美国的特定房地产交易的相关规定》第 802.203 章。

¹³⁰ 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》第 800.211 章。

¹³¹ 《出口管制改革法案》（Export Control Reform Act）于 2018 年 8 月正式成为新的美国出口管制的监管法律。值得我们投资者注意的是，该法案将对于出口管制的要求通过 FIRRMA 延展到外国投资监管体系中。所以即使外国投资者不进行出口等活动，就受 CFIUS 监管之目的也必须充分了解 ECRA 下有关出口管制的范围和内容。

¹³² 完整的关键基础设施列表请见《外国人士在美国的特定投资的相关规定》的附表 A。

管辖范围	定义	重点内容
		<p>统或资产的丧失或破坏会对国家安全产生致命性的影响。</p> <p><u>敏感个人数据</u>。随着网络技术的发展，个人数据的收集及应用更加便捷但同时也增加了极大的个人信息暴露风险。FIRRMA法案表明了个人数据在国家安全中扮演重要角色的立场。任何直接或间接收集、经手或存储美国公民敏感个人数据的美国企业都有可能被认定为美国TID企业。</p>
外国人士的追加投资	任何会导致外国投资者在被投资美国企业中权利变更的投资，如果该变更将使被投资美国企业成为“外国控制”（foreign control）；或该变更将构成涉及关键技术、关键基础设施或敏感个人数据的企业的“其他投资”。	
规避CFIUS审查的交易	任何旨在规避CFIUS管辖的其他交易、转让、协议或安排等。	

首先，FIRRMA明确了“会导致外国人士控制美国企业的交易”中的“外国人士”特指外国国民¹³³、外国政府、外国实体以及任何由上述控制的实体¹³⁴。另外，如果某一实体在美国设立但是由外国人士所控制（在足够的外国投资注入后或给

¹³³ “外国国民”是指非美国国民（U.S. person）的个人，而美国国民是指美国公民（U.S. citizen）或者虽不是美国公民但对美国负有永久效忠义务（owes permanent allegiance）的人士，根据《美国移民法》（Immigration and Nationality Act）第 308 节，以下人士属于美国国民但非美国公民：出生于美国海外领地的人士，或者父母一方或双方为美国国民（但非美国公民）且满足其他特定居住要求的人士，以及在海外领地发现的被遗弃的儿童。而对于仅持有美国绿卡的人士是否属于美国国民，《美国移民法》及 CFIUS 现行规则中均未进行明确规定，但目前业界多数观点认为美国国民不包括持有美国绿卡的人士。

¹³⁴ 任何由外国国民、外国政府或者外国实体控制的实体是指不论该实体本身是否为外国实体，只要 CFIUS 认为其被外国国民、外国政府或者外国实体“控制”，该实体就属于外国人士。

予外国人士足够影响企业运营的权利后），则也属于CFIUS定义中的外国人士。

其次，FIRRMA法案对“控制”一词的定义并非特指通过交易多数持股，亦包括获得少数股权但同时通过董事会席位、协议安排、代持安排或其他可以实质影响企业重要决策及运营的情形。

另外，不难看出FIRRMA法案对外商投资监管的一大改革即为扩大了CFIUS的审查权限及范围，如某些针对美国TID企业的非控制性投资，在FIRRMA法案的规定下仍受CFIUS监管。这一点尤为值得投资者注意，因为美国TID企业涵盖的企业范围非常之广。就关键技术而言，除正常认知范围内可能对美国国家安全造成隐患的核技术及军用设备外，关键技术还包括“新兴和基础技术”。然而，FIRRMA法案并未单独对该分类做出定义，而是将跨部门采用商务部根据《出口管制改革法案》对新兴和基础技术作出的定义。简单来说，该分类将给予CFIUS审查外国人士针对人工智能、生物技术、半导体科技等美国企业的投资。就敏感个人信息而言，与美国企业的行业、类别均无关，只要企业收集、经手、保存美国公民的敏感个人信息将对国家安全造成隐患的，CFIUS即有权审查相关投资。

综上，CFIUS的审查权的扩大在非控制性的其他投资这一类别中最为明显。但是FIRRMA为了防止CFIUS滥用职权，以保护国家安全的名义为由审查任何外国投资交易，也在定义关键技术以及关键基础设施时限制了CFIUS的权利，即并非所有的技术和基础设施均为“关键”。因此，一些豁免于强制申报规定的情形包括：“豁免投资者”所作投资；投资者已对美国企业的外国所有权、控制及影响力作出缓释措施（FOCI-mitigation）；由美国国民管理和控制的投资基金作为投资载体；以及仅因非敏感加密技术（encryption）被认定为美国TID企业等¹³⁵。

6.4.4 自愿申报与强制申报

在FIRRMA法案下，CFIUS以自愿申报为主导，但是增加了两大类需要强制申报的交易类型。在特定情况下，CFIUS也有可能将自愿申报的案例转为强制申报而要求交易方提供更多信息和资料。

（1）强制申报的两大类别

FIRRMA明确了以下两大类别的交易必须向CFIUS进行申报并接受审查：

（i）特定外国政府相关交易

如果外国人士投资的美国企业涉及关键技术、关键基础设施或美国公民敏感个人数据且该外国人士将获得企业的“实质性利益”（Substantial Interest），同时外国政府在该外国人士中拥有实质性利益的情况下，FIRRMA规定交易当事人必须向CFIUS提交强制申报。实质性利益特指外国人士直接或间接在一家美国企

¹³⁵ 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》第 800.401 章中有关豁免情形的简述。

业中持有25%或以上的投票权，或外国政府持有该外国人士49%或以上的投票权。针对投资基金的适用情况，最终规定明确了上述的外国政府持有49%或以上的权益门槛仅适用于在普通合伙人中持有权益的情况。

(ii) 特定涉及关键技术投资

如美国企业掌握关键技术且运用于27类特定行业¹³⁶中的一个或多个行业，或关键技术专为这些行业设计，投资者在该美国企业中投资无论是否获得控制权，都应向CFIUS申报，这个要求与美国财政部投资安全办公室之前发布的《试点规定》相吻合。美国财政部明确了《试点规定》中有关这27类行业的定义将在2020年2月13日后继续适用一段时间，但是财政部的最终目标是取消关键技术与27类行业的定义关系，进而采用出口许可的制度。

(2) 自愿申报

所有落入CFIUS管辖但不在强制申报范围内的交易，投资者可考虑选择自愿申报以提前获得CFIUS对交易的许可。是否选择自愿向CFIUS申报取决于一系列因素，包括与外国投资者和美国企业相关的国家安全风险、交易时机以及交易双方是否可以承担CFIUS在协议签署后甚至交易结束后进行审查的风险。另外，受管辖的地产交易目前均为自愿申报而无强制申报的要求。投资者可以考虑自愿申报以获得交易的“安全通行证”（safe harbor）。大部分情况下，CFIUS不会再对其审批过的交易启动审查程序，但因交易情况或国家安全因素随时可能发生变化，CFIUS仍然保留其后续进一步的审查权。

(3) 声明书和完整通知¹³⁷

FIRRMA法案提供了两种向CFIUS申报的方式：简短的声明书(declaration)及完整的通知(full notice)。申报人可以选择通过提交一份长度不超过5页的声明书。声明书应罗列一些交易及交易双方的基本信息，如：交易涉及的美国企业的基本信息、交易模式、交易取得的投票权比例及外国人士投票权比例、交易总价、交易的时间表等。需要强制申报的交易及自愿申报的交易均可提交简短的声明书。CFIUS会在收到声明书后的30天内作出回应批准交易、要求申报人提交更多信息、单方面启动调查程序或要求交易双方提交完整的通知。

¹³⁶ 27个行业的分类依据为北美行业分类代码(NAICS)，具体而言为飞机制造业；飞机发动机和发动机部件制造业；氧化铝精炼和原铝生产；滚珠滚柱轴承制造业；计算机存储设备制造业；电子计算机制造业；导向导弹和宇宙飞船制造业；导向导弹和宇宙飞船推进装置及推进装置零件制造业；军用装甲车、坦克和坦克部件制造业；核能发电业；光学仪器及镜头制造业；其他基础无机化学品制造业；其他导向导弹和宇宙飞船零件以及辅助设备制造业；石化产品制造业；石化制造粉末冶金部件制造业；电力、配电和专用变压器制造业；一次电池制造业；无线电和电视广播以及无线通讯设备制造业；纳米技术研发业；生物科技研发业(除纳米生物技术)；铝材二次加工业；搜索、探测、导航、指导、航空、航海系统和仪器制造业；半导体及相关设备制造业；半导体机械制造业；蓄电池制造业；电话器材制造业；涡轮和涡轮发动机机组制造业。

¹³⁷ 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》D-Declarations 及 E- Notices 部分。

完整通知为另一种向CFIUS申报的方式。交易方仍然可以选择提交包含更完整内容的书面通知以确保CFIUS可以一次性获得所有需要的信息来作出决定。CFIUS将在收到完整通知的45天内作出反馈。

6.4.5 不在 CFIUS 审查范围内的交易

如上文所述，尽管CFIUS的审查权限从很大程度上被扩展了，但是FIRRMA法案仍然给予外国人士投资者一些豁免交易及投资。下列为一些常见的不在CFIUS审查范围内的交易：

(1) 被动型投资¹³⁸

若外国人士所收购的美国企业表决权在10%或以下（无论实际获得的股权价值为多少），且该持股纯粹为“被动型投资”（passive investment）的目的，则该交易不落入CFIUS的审查范围内。

(2) 例外国家和例外投资者¹³⁹

在FIRRMA的最终规定中，美国选择了澳大利亚、加拿大以及英国作为“例外国家”（Excepted Countries），即这些国家的投资者在美国的投资将不属于受管辖的投资。其中，“例外投资者”（Excepted Investors）是指与例外国家有一定关系的投资者¹⁴⁰，实质联系包括董事会成员的组成、股东权益的比例、设立地、主要经营场所等。

简而言之，例外条款其实是美国出于对这三个国家政府的信任，希望达成一个由美国政府和该国政府的双向合作以确保该国的投资者在美国的投资不会涉及任何美国国家安全问题。当然，美国将针对例外国家设置一些政府层面的监管要求，CFIUS将会进一步细化这些要求并给予例外国家两年的宽限期。根据美国财政部的指示，美国在将来可能会扩大例外国家的范围以使更多国家的投资者受益。

(3) 投资基金豁免

尽管FIRRMA明确了有关交易的强制申报要求，但FIRRMA中存在一项针对投资基金的豁免条款。具体而言，外国人士通过投资基金间接投资于美国TID企业，并且该外国人士（或该外国人士的指定人）已成为该投资基金的有限合伙人

¹³⁸ 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》第 800.302 章。

¹³⁹ 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》第 800.218 章及第 800.219 章。

¹⁴⁰ 包括拥有例外国家公民身份的自然人（且不拥有非例外国家身份）、例外国家的政府、满足特定条件的例外国家实体（这些条件包括：在美国或例外国家法律下设立的、主要经营场所在美国或例外国家的、董事会中至少 75%以上的董事或观察员为美国公民或例外国家公民（且不拥有非例外国家身份）、该实体 80%或以上的权益由例外国家公民/政府/实体持有）。

或顾问委员会（advisory committee）或其他类似机构的成员，如同时满足以下条件则不属于受管辖的投资¹⁴¹：

- （i） 基金全权由普通合伙人（管理合伙人或类似职位的合伙人）管理；
- （ii） 该普通合伙人（管理合伙人或类似职位的合伙人）并非外国人士；
- （iii） 咨询委员会及其成员不具有影响（包括批准、拒绝以及其他任何形式的掌控能力）基金投资活动的的能力；
- （iv） 外国人士不对基金享有任何控制权（包括影响基金的投资活动、普通合伙人的投资决策、普通合伙人的人选及薪酬等）；
- （v） 外国人士未通过参与咨询委员会而获得重大非公开技术信息；以及
- （vi） 投资基金的投资不会使该外国人士因此而获得美国 TID 企业的重大非公开技术信息，或取得如成为美国 TID 企业董事会成员等可以从实质上控制该等企业的权利等。

若上述条件得到满足，则此类基金针对美国TID企业的其他投资可豁免CFIUS管辖。但应注意：第一，若投资基金的普通合伙人为外国人士，则无法享受上述豁免；第二，若投资基金系进行控制权交易，亦无法享受上述豁免。

（a） 主要经营场所

FIRRMA法案中另一值得投资基金关注的是“主要经营场所”（Principal Place of Business）的定义，因主要经营场所是确定一个实体是否为外国实体的关键因素。最终规定对主要经营场所的定义基本上遵循了联邦法院在评估联邦多地管辖权（Diversity Jurisdiction）时的测试方法。根据该定义，主要经营场所是公司的管理层指导、控制或协调主体运营的主要地点，对于投资基金而言，系指导或控制该基金的活动和投资的主要地点；或由普通合伙人/管理人进行基金管理的主要地点。¹⁴²该定义的采用将有利于使用离岸结构但是仍然意图保持美国作为其主要经营场所的一些美国基金。

最终规定还明确了在某些特定情况下，尽管基金本身无需申报，有限合伙人可能单独承担向CFIUS申报的责任。这些情况包括但不限于：有限合伙人作为董事会成员或拥有董事会观察权、实质性参与投资决策、可以接触美国关键技术公司的非公开信息等。

（b） LPA 中的 CFIUS 条款

尽管投资基金大多会选择满足投资基金豁免条款的条件，为进一步避免CFIUS的审查风险，在实践中通常建议在基金的主体文件中明确，基金全权由管

¹⁴¹ 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》第 800.307 章。

¹⁴² 《外国人士在美国的特定投资的相关规定》第 800.239 章。

理人控制及管理，且明确限制投资人获得重大非公开技术的信息权、实质性参与基金或被投资公司的决策权等。

6.4.6 对中国投资者的建议

值得中国投资者注意的是，尽管国会宣称CFIUS不应成为政治工具，且FIRRMA的规定并非单独针对某一国家而是对所有外国投资者的监管，但是FIRRMA中却包含了关于提交中国投资的分析报告的要求。

FIRRMA法案第1719章（b）小节的标题即为“中国投资的报告”，该章节规定自FIRRMA生效后的2年内以及直至2026之前的每两年，美国商务部长应向国会以及CFIUS提交一份有关中国投资者在美国投资的报告。分析报告应包含以下信息：中国对美投资总额、中国投资者在美国各行各业的投资情况、由中国政府收购兼并的美国企业名单等。

不难看出，FIRRMA法案以及CFIUS的审查从一定程度上折射出美国当局对中国对美投资可能造成国家安全问题的担忧。但是，由于FIRRMA法案非常详细的规定了受管制的交易以及CFIUS的审查程序，反而有助于投资者在交易前期即可评估投资项目会受美国政府干预的风险。另外，即使受到CFIUS审查，并不代表交易就会因此终止。我们建议中国投资者充分了解并关注FIRRMA法案及CFIUS的动态，并且在对美投资的交易初期即考虑并评估CFIUS风险，对投资架构以及投资方向尽早作出合理安排。

第7章 境外基金其他运营热点问题

7.1 社会责任投资

7.1.1 简介

“ESG”，即环境(Environmental)、社会(Social)和公司治理(Governance)的简称。ESG投资的核心理念是倡导在投资决策过程中充分考虑环境、社会和公司治理因素。ESG因素涵盖的问题大部分不属于传统财务分析范畴，但越来越多的实践和研究表明，ESG因素融入投资分析和投资组合构建，可以为基金带来长期业绩优势。现今全球范围内的投资者、监管机构和公司已日益关注ESG投资，世界经济论坛最近发布了投资者沟通的ESG共同标准征求意见稿¹⁴³，突显了ESG的全球性影响力。

7.1.2 起源与发展

在ESG理念流行之前，更为人所熟知的概念是社会责任投资（Socially Responsible Investment，“SRI”），而SRI投资理念通常被认为萌生于早期的宗教活动中¹⁴⁴。到了20世纪60到70年代，随着社会发展和环境变化以及少数群体的环境保护、人权平等、反战和平等意识的觉醒，部分投资者希望将其认为正确的有关社会责任的价值取向反映在投资活动中。于是，SRI形成的基础和出发点从宗教教义逐渐转变为对当下社会意识形态的反映，从而成为了真正意义上的“社会责任”投资。在二十一世纪初，企业社会责任已成为美国公司运营的重要组成部分（在美国“公司登记网”上，有300多家美国公司发布了2007年度社会责任报告），而与其相对应的SRI也从最初的特定宗教群体行为，逐渐转变为一种广为人知的投资理念。

自2004年开始，倡导在投资决策过程中充分考虑环境（Environment）、社会（Social）和企业治理因素（Governance）的ESG投资理念，因其更为明确的考量因素和实现方法，逐步取代了SRI、可持续投资（Sustainable Investing）、责任投资（Responsible Investing）等较为模糊和宽泛的理念，发展成为西方投资市场实践的一种投资理念。在此期间，联合国责任投资原则组织（the United Nations - supported Principles for Responsible Investment，“UNPRI”）（2006）、非营利可持续性会计准则理事会（Sustainability Accounting Standards Board）（2011）等组织相继成立，全球ESG资产管理规模不断快速增长。近年来，一方面许多投资者因环境灾难、社会争议事件或公司治理缺陷而遭受重大损失，另一方面具备ESG投资理念或类似责任投资理念的产品在财务数据方面逐渐显现出抗风险能力相

¹⁴³ Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation, 请参见: https://www.wtrk.com/docs/WEF_IBC_ESG_Metrics_Discussion_Paper.pdf。

¹⁴⁴ 在18世纪的美国，卫理公会教徒（Methodists）拒绝投资与酒精、烟草、赌博或武器相关业务，这种在宗教教义基础上形成的排除性投资准则成了SRI最初的雏形。

对较强、长期回报相对稳定的优势，使得ESG真正成为资本市场一种主流的投资策略。根据全球可持续发展联盟（Global Sustainable Investment Alliance）发布的《2018全球可持续投资评论》¹⁴⁵，全球五个主要经济市场（欧洲、美国、日本、加拿大以及澳大利亚/新西兰）的AUM在2018年初达到了307亿美元，相较于2016年初的AUM增长了34%。

7.1.3 主要参与者及实践

总体而言，目前在全球范围内倡导并实践ESG投资理念的主要还是公共养老基金、公募基金、大学校友捐赠基金和慈善基金等对公众舆论较为敏感的（准）公众机构。而对于大多数私募资产管理机构而言，ESG还尚未成为一种普适性的实践标准，有不少私募资产管理机构系出于吸引前述资金方的目的而开始ESG实践。

在ESG投资实践中（无论是作为FOF型投资者投资管理公司，还是直投资项目公司），通常采用的策略主要包括负面筛选（negative screening）、正面筛选（positive screening）、行业最佳实践筛选（best-in-class screening）、主题投资（thematic investment）等；而通常涉及的环节及相应的常见操作包括：

- （1）**尽职调查阶段**：通常运用 ESG 因子评估框架体系对投资标的进行全面评估，并将该等评估结果作为是否投资的考量因素；
- （2）**合同制定阶段**：在相关交易文件（基金合同、投资合同等）中明确约定将 ESG 因素融入公司管理运营过程中，并进行定期报告；
- （3）**投后管理阶段**：ESG 相关问题的持续监控、定期报告与沟通反馈。

在上述环节中，合同制定阶段尤为关键。在该阶段中，在什么文件中体现ESG投资原则（如在基金合同还是在附属协议中体现投资者要求的ESG相关条款将涉及诸多不同的考量因素）、设置何种ESG投资条款等因素将最终决定ESG原则的贯彻执行。以投资者投资私募股权基金为例，常见的ESG条款类别包括：

- （1）管理机构对 ESG 政策、标准及/或特殊规定的执行承诺（此时可能会引用一些特定的外部标准，如 UNPRI 等）；
- （2）基金投资限制或投资者不参与相关投资选择权，即投资者可能会对基金投资提出额外的限制要求，或要求获得不参与特定投资的选择权（opt-out / excuse right）；
- （3）要求管理机构投资决策过程中整合 ESG 因素；以及
- （4）管理机构向全体投资者或特定投资者提供 ESG 定期报告及/或 ESG 重

¹⁴⁵ 更多信息请参阅原文“Global Sustainable Investment Review 2018”，请参见：http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf。

大事件报告等。

7.1.4 展望

虽然越来越多的公司开始主动披露ESG信息，但当下ESG相关实践仍缺少法规层面的足够支持，主要还是只能通过企业内部治理的方式实现，即企业通过自主选择相关标准、制定内部制度文件、设置内部机构职责的方式来形成自己的ESG策略。

所幸的是，ESG概念中所体现的企业社会责任担当的理念已经不仅局限于一种投资理念，而更多地成为企业的主流价值观。全球最大的资产管理公司贝莱德（BlackRock）首席执行官Larry Fink在其2019年的《致首席执行官们的信》¹⁴⁶中呼吁全球企业领导人重视企业的社会责任，并强调企业宗旨与企业长期发展密不可分。2019年8月，代表苹果、百事可乐、摩根大通与沃尔玛等上市大企业的美国工商团体“企业圆桌会议（Business Round Table）”发表了名为《公司的目的（Principles of Corporate Governance）》的宣言，强调企业将更重视履行对社会的责任，不再仅仅关注股东利益。这项宣言已获得美国180多位顶尖企业CEO的联合签署，旨在引导更多的企业不要单纯拘泥于短期的企业股东利益，而应更着眼于企业利益相关方利益甚至更高的社会责任，以实现企业和社会的可持续发展（这项宣言已获得美国180多位顶尖企业CEO的联合签署）。

我们有理由相信，ESG与投资实践以及企业价值观的不断深入融合将对全球范围内的经济社会可持续发展产生深远的积极影响。

7.2 私募股权二级市场基金

私募股权二级市场，广义上是指对非上市公司的股权、合伙企业份额等其他企业的权益进行买卖、转让和流通的市场（“**PE二级市场**”），狭义则限于私募股权投资基金份额作为买卖标的进行的交易。从实现投资者退出的角度，PE二级市场分为对私募基金的份额进行交易的市场，及对私募基金所持有的投资组合进行交易的市场。本节将重点讨论狭义的PE二级市场及该市场中的专业买家二级市场基金（Secondary Fund，“**S基金**”）。

7.2.1 PE 二级市场概览

（1）产生与历史

1982年，由Dayton Carr设立的Venture Capital Fund of America（VCFA组织），被认为是最早从事私募基金权益交易的机构。当时，PE二级市场的交易虽然已经开始，但市场尚未真正成型。2000年，互联网泡沫破灭后，PE二级市场迅速发展起来。由于当时资本市场的萧条，私募基金投资者开始纷纷寻找退出渠道并转

¹⁴⁶ 更多信息请参阅原文“Larry Fink’s 2019 Letter to CEOs - Purpose & Profit”，请参见：<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2019-larry-fink-ceo-letter>。

让其已有的私募基金份额或尚未履行的出资承诺。但因为经济环境等原因，这一阶段在PE二级市场上交易的私募股权主要为一些投资者被迫低价转让的不良资产。2004年后，PE二级市场逐渐成为一个较为成熟的市场，而这个市场的其他作用也日渐彰显。

(2) 参与者

PE二级市场的主要参与者通常包括三方，财产份额被买卖、转让或流通的私募基金（“**目标基金**”）、持有目标基金财产份额并拟将其全部或部分财产份额出售/转让的转让方、拟购买/受让目标基金财产份额的受让方。基于Know Your Customer (KYC)、税务、合规等考虑，PE二级市场交易通常需要三方相互协调一致方能达成交易。大量的中介机构也是PE二级市场的重要参与者，包括律师事务所、会计师事务所及咨询顾问等。律师事务所协助市场交易各方准备复杂程度不一的交易文件，会计师事务所协助交易各方进行财务尽职调查，而咨询顾问则负责匹配、协调各方资源，协助交易价格的确定并最终促成交易。

(3) 市场价值

PE二级市场的存在，可以有效匹配目标基金、转让方和受让方等各方需求。

如有投资者面临资金困难而无法按时缴付其认缴出资额，其自身或基金管理团队有权要求该出资违约投资者向其指定主体转让私募基金份额退出，避免因投资者出资违约而对目标基金的投资运作造成重大影响。

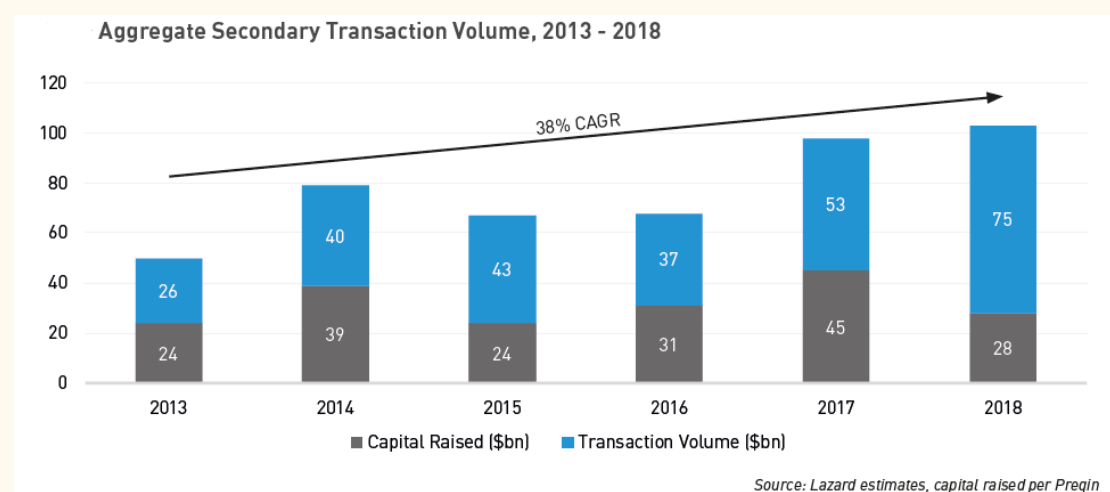
通过PE二级市场，投资者可以转让其私募基金权益，重新部署其投资策略，处置不符合其投资策略的投资，并以所收回的资金投资于符合其投资安排的私募基金，使其投资组合的收益及风险控制能够取得新的平衡，也为投资者与基金管理团队提供了新的选择空间。

PE二级市场中的受让方通常包括为自有资金寻求合适的投资机会的普通买家和为专门投资于私募基金转让份额的专业买家，例如S基金。受让方可一定程度上缩短投资回报时间，增强收益可预期性，提高投资收益空间，同时具备较强的议价能力。

7.2.2 PE 二级市场发展现状

(1) 资金量

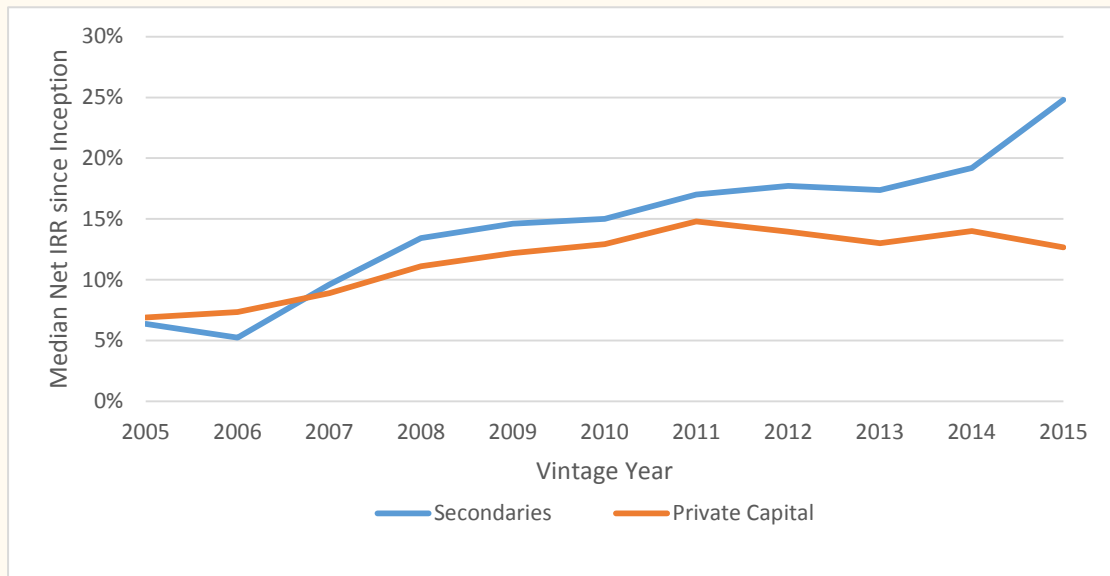
根据Preqin发布的《Secondary Market Update H1 2019》(“《Preqin H1 2019》”), 自2013年以来, PE二级市场的年交易量以约40%每年的复合年增长率(CAGR)增长, 2019年预计达到约850亿美元。在这种空前增长的背景下, 市场也在继续演变, 包括日益复杂的交易模式等。



在2014年, 最大的S基金的总规模为20亿美元。截至2019年7月, 最大的S基金的目标规模为180亿美元, 为迄今为止规模第六大的PE基金; 经统计, 市场上已知规模最大的前43只S基金, 总目标规模已达720亿美元。2018年83%的S基金超过了原定目标募集规模, 2018年交割的S基金平均规模为8.76亿美元, 这也体现了S基金对于投资者的吸引力。

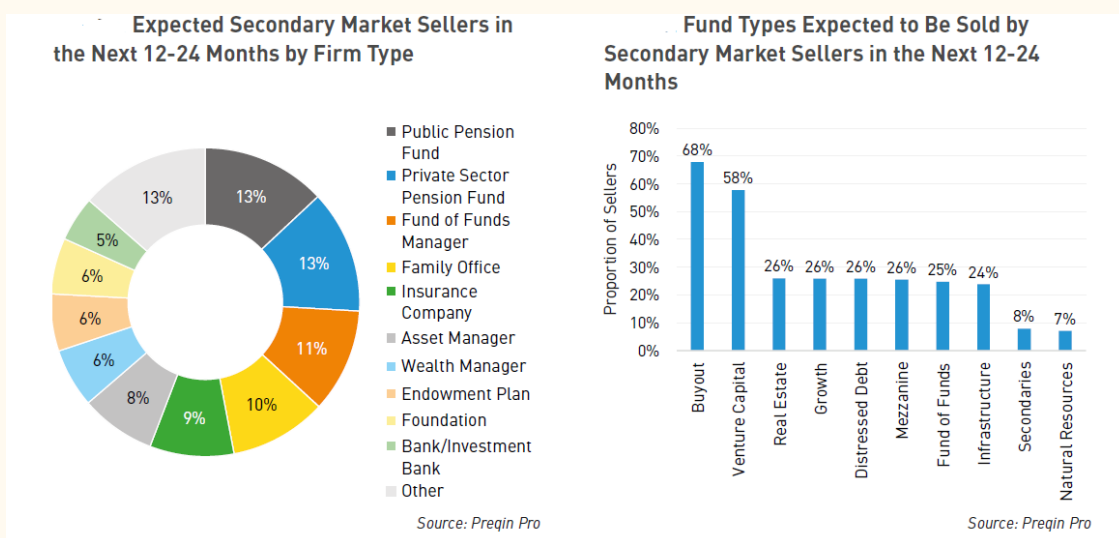
(2) 表现

根据《Preqin H1 2019》, S基金的业绩表现通常要优于一般的PE基金。鉴于S基金的持有期限一般比PE基金短, 而且经常可以折价购买, 因此通常提供有吸引力的内部收益率(IRR)。例如在2007年至2015年, S基金的平均净内部收益率均超过PE基金, 在2015年高达24.8%。



(3) 供需市场

根据《Preqin H1 2019》，近年来PE二级市场已经成熟，总体供需情况为买方需求大于卖方供应，且目标基金类型呈现多样化。2019年上半年的PE二级市场交易势头仍然强劲，且存在不少具有丰富经验的大型投资者，例如Coller Capital，支持了Investcorp 10亿美元的基金资产重组。同时，市场上的高需求也为买方创造了竞争环境，各类投资者均表现出了出售其持有的基金份额的意向，其中养老基金占比合计就高达26%。

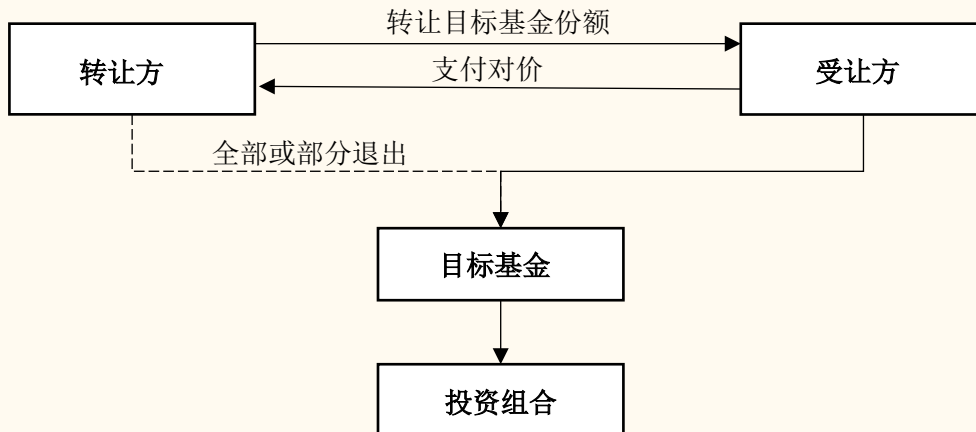


7.2.3 PE 二级市场交易

(1) 基本交易模式

PE二级市场交易最基础的交易方式如下图所示，即受让方直接购买转让方持有的目标基金份额，转让方从目标基金全部或部分退出。在此基础之上，根据

交易主导方的不同，实践中也衍生出更为复杂的交易模式或安排。



(2) 目标基金管理团队主导交易

根据《Preqin H1 2019》，世界主要地区的目标基金管理团队主导（GP-Led）交易活动均有强劲的发展势头并在2018年再创纪录，市场交易额达到280亿美元，比2017年增长了38%，是2016年的三倍，最大的几家发起人包括Texas Pacific Group（TPG）、New Enterprise Associates（NEA）及Nordic Capital等。

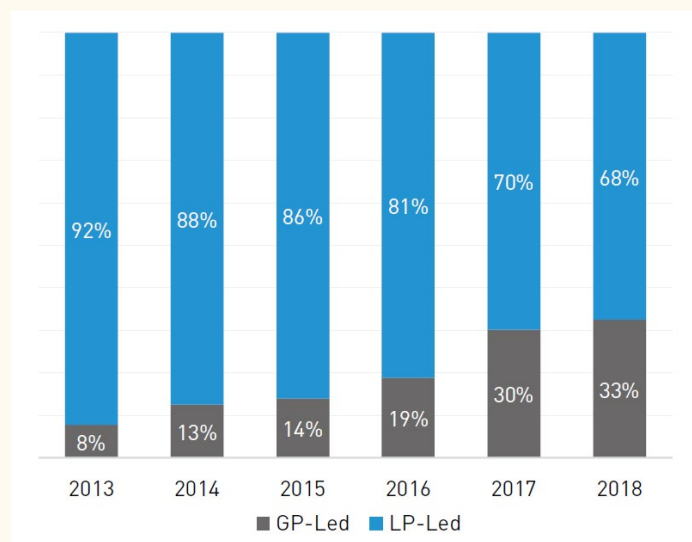
实践中，GP-Led的交易结构主要有三种，即资本重组（fund recapitalization）、要约收购（tender offer）和分拆（spin-outs），最常见的为资本重组，目标基金管理团队基于对目标基金重组等架构调整安排，发挥主导作用，充分运用自身募资能力和买方资源。例如，在目标基金经营期限临近届满但可能正持有处于成长期且未来投资收益可观的投资项目，而部分投资人出于商业考虑或受限于相关法律等而无法配合延长目标基金的存续期限。此时，如目标基金管理团队不愿低价处置优质投资项目，可考虑引入新的投资者受让需退出的原投资者持有的目标基金份额，继续持有该优质项目直至最佳退出时点。此外，当涉及的转让金额较大时亦需要由GP-Led引入S基金等专业PE二级市场投资者，以协助部分原投资者退出。在这种情况下，目标基金可能发生整体性的投资人变更，需要目标基金管理团队对目标基金进行重组式调整，以满足留在基金中并同意延期的原投资者和通过PE二级交易受让目标基金份额的新投资者的诉求。

在GP-Led情况下，尤其是在目标基金持有优质紧俏的投资组合且已有新一期基金募集计划时，目标基金管理团队可能会要求买方承诺投资于同一管理团队设立或拟设立的其他基金，作为接纳其受让目标基金份额的条件，从而提前锁定投资者，提高基金的募资效率（stapled secondary）。但对于专业的S基金而言，其自身的投资策略决定了其参与私募基金投资的方式一般为受让已存续一定期限的基金份额，而非直接参与私募基金的初始募集。因此，在买方为S基金的情

况下，则较难直接同意目标基金管理团队的该要求，但可考虑安排其关联方或者其自身的LP认购目标基金管理团队设立的其他基金。

（3）卖方主导交易

根据《Preqin H1 2019》统计的如下图表，卖方主导（LP-Led）交易约占2018年PE二级市场交易量的三分之二，低于2013年的92%，但交易总额从2017年的370亿美元增至约500亿美元，且预期未来几年LP-Led交易仍将占据PE二级市场交易的主导地位。



投资者可能为调整资产配置等目的而需要打包转让其所持有的多支私募基金的份额，而该等打包私募基金中可能同时包括预期投资收益较高和预期投资收益一般的基金。此时，为尽快转让所有基金份额并简化交易流程之目的，卖方可能会要求买方打包购买包括优质基金和普通基金在内的多支基金组成的投资组合。虽然买方通常仅希望购买优质基金份额，但为取得交易定价上的主动权，也可能同意一并受让卖方搭售的普通基金份额。

此类交易在境外成熟的PE二级市场中并不少见，其中北美养老基金和母基金集团尤其活跃。例如加利福尼亚州公务员退休基金（California Public Employees' Retirement System, “CalPERS”），2006年因投资战略调整，将其所持有的部分私募基金份额打包出售，自行委托了咨询顾问为其拍卖份额、甄选买家，最终在历时一年多后，除部分目标基金向单独的买家一对一转让外，大部分拟转让的私募基金份额由五个买方分别受让，成功完成交易，交易额达15亿美元。再如美国北卡罗来纳大学在2008年时因对私募基金的投资超出了其投资策略拟定的比例，故对外转让其所持有的部分私募基金份额，以调整其资产配置。

（4）交易平台

从美国PE二级交易平台（“交易平台”）的发展历史来看，大致可以分为两类不同商业模式的交易平台：

一类为仅为交易双方提供私募基金份额转让信息的平台（“**信息平台**”），为“被动的信息公告板（passive bulletin board）”。典型的例子为SharesPost.com设立初始的业务模式，其平台公司并不参与双方交易，也避免需要依据美国《证券法》登记注册为经纪商（registered broker dealer）；

另一类为提供私募基金份额转让信息，也作为咨询顾问为交易双方提供咨询服务的平台（“**顾问平台**”）。典型的例子为SecondMarket 业务模式，SecondMarket为经登记注册的经纪商，其更加深入地参与二级市场的交易，确保该平台上的交易程序将保证在该平台上的交易符合美国相关的证券法律法规，并收取交易佣金。

在美国法下，如何保证转让方进行交易时目标基金不被认定为公募基金是其所面对的主要法律问题之一。若目标基金被认定为公募基金，则将受到不利的税收影响。因此交易平台必须保证该等交易可以被认定为私募（private placement）或者通过适格匹配服务（qualified matching service）完成。

（5）交易环节

一般而言，PE二级交易可以分为以下几个主要环节：

卖方向目标基金管理团队提出转让申请。卖方拟全部或部分转让已投资的私募基金份额的，受限于私募基金特殊的法律性质，无论其是否有能力自行接洽潜在买方，均应提前告知目标基金管理团队。除就拟转让目标基金份额事宜本身取得目标基金管理团队的同意外，还涉及就可向潜在买方披露的信息和文件与目标基金管理团队达成一致。

潜在买方对卖方和目标基金尽职调查并进行交易谈判。潜在买方的尽职调查一般会重点关注目标基金的已投资项目情况、卖方拟转让的认缴金额及已实缴比例情况、目标基金的投资者份额转让机制、目标基金的存续期限及其他核心条款、卖方与目标基金管理团队的特殊约定等。在交易各方就目标基金份额转让事宜确定交易方案后，卖方或目标基金管理团队应根据法律规定或目标基金组织文件的要求，通知目标基金其他投资者。

最终确定目标基金拟转让份额的受让方后，各方可实质性推进各交易文件的起草和修订，并在最终定稿后完成签署。在交易文件中约定的交割条件生效后，通常由目标基金管理团队主导安排该次基金份额转让交易的交割，宣布接纳受让方作为目标基金的投资者，并根据目标基金组织文件的约定通知目标基金其他全体投资者。

（6）关注重点

PE二级交易中，各方交易谈判的重点至少有以下几方面：

交易架构。基于各方不同的商业诉求往往呈现高度个性化的交易特征，因

此需要各方提前就交易结构达成共识。在最常见的目标基金权益转让情形下，不涉及下层资产的价值实现，则通常无需就基金经济利益进行重新谈判；如涉及基金资本重组，则可能需要GP新设承继实体（continuing vehicle）接纳新投资者或原有投资者后受让目标基金份额，交易结构相对复杂且需妥善处理GP的利益冲突问题；如受让方涉及对GP另设的新基金进行stapled secondary，则相应会使定价机制更为复杂。

估值定价。目标基金份额转让的对价是交易各方关注的核心要点。通常情况下，各方会将转让对价确定为截至某特定日期（通常为目标基金最近的估值日期或其最近一次财务报表出具的日期）拟转让目标基金份额所对应的目标基金净值的一定比例或倍数，但也会根据具体交易背景作出适当调整。影响交易对价的因素是多方面的。从卖方的角度，其对目标基金预期收益的判断、转让意愿、收到对价款的期限和方式都是其议价的衡量标准；从买方的角度，目标基金的类型（并购基金、创业投资基金、不动产基金或其他类型）、经营期限与投资阶段、卖方对目标基金的实缴出资比例等也都是其议价筹码。例如，若各方预期在目标基金份额转让交割后买方能在短期内获得收益分配，从而能提高买方的IRR，则转让对价可能适当提高。

交割条件。由于自份额转让协议签署之日至交割之日，目标基金还可能发生影响拟转让目标基金份额的估值或其他实质性影响买方的受让决定的情况，买方通常会要求在相关协议中约定份额转让的交割条件，并同时约定交易对价的调整机制。

责任承担。买方通常要求在份额转让协议中约定，即使份额转让已完成，卖方仍需要就其持有目标基金份额期间所产生的债务承担相应责任，包括由于卖方违反目标基金的组织文件或份额转让文件的约定而产生的任何损失赔偿责任以及卖方已获取投资收益分配部分所对应的收益返还责任等。此外也需要注意，若基金份额转让完成后发生了收益返还（clawback）情形，买卖双方如何分摊应向目标基金返还的收益，或如何在双方之间分配目标基金管理团队向目标基金返还的收益。

特殊权益。买方可能会要求与目标基金管理团队签订附属协议，从而获得部分特殊权益，包括实缴出资宽限期、管理费减免、分享共同投资机会等。这类要求可能基于卖方曾与目标基金管理团队签订的附属协议，也可能为买方另行要求。在买方与目标基金管理团队就附属协议进行谈判时，双方均应仔细评估原投资者所签订的附属协议中的相关条款。

7.3 区块链/数字货币基金

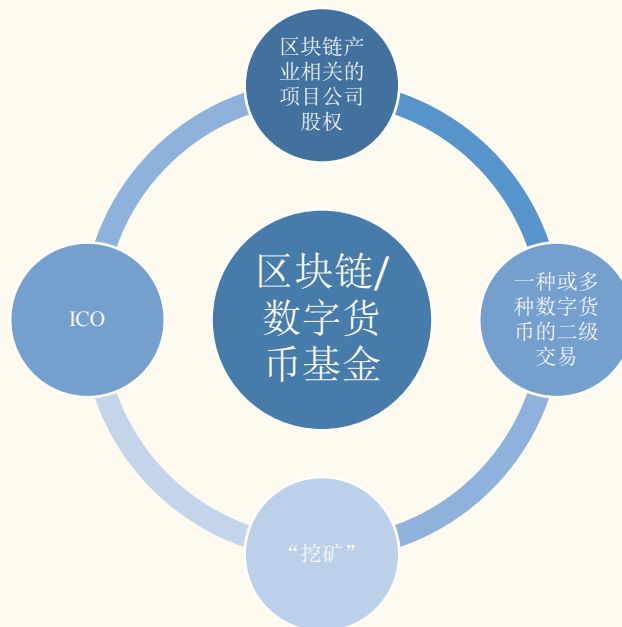
7.3.1 区块链/数字货币基金概述

随着区块链、首次代币发行（“ICO”）、数字货币等创造出众多投资佳话，投资者对区块链、ICO、数字货币领域的投资热情也逐渐高涨。以区块链或数字货币行业为主要投资方向区块链/数字货币基金（cryptocurrency funds）作为投资基金中的一个新兴类型得到了快速的发展。根据Crypto Fund Research的数据，自第一只主要投资比特币的基金自2013年成立以来，目前已有超过800只区块链/数字货币基金设立¹⁴⁷。

7.3.2 区块链/数字货币基金的主要特征与分类

与其他投资基金相比，区块链/数字货币基金最大的特征是其投资方向以区块链或数字货币行业为主；由于区块链/数字货币领域的新兴性与专业性，区块链/数字货币基金的管理团队在这一领域的专业性更为突出；在基金募集方面，部分区块链/数字货币基金还可能涉及以数字货币作为募资币种的情况。

区块链/数字货币基金的具体投资方向一般包括以下一种或多种：（1）参与ICO，（2）投资区块链/数字货币领域内公司的股权，（3）投资于“挖矿”，（4）参与数字货币的二级市场交易，包括专注投资单一类别的数字货币交易，以及投资多种数字货币的交易。



7.3.3 区块链/数字货币基金的运作模式

不同的区块链/数字货币基金应综合投资方向、募集资金的币种、投资者对资产流动性的要求来确定其适合采取的具体运作模式。如果基金主要投资方向是

¹⁴⁷ 请参见：<https://www.bitcoinmarketjournal.com/cryptocurrency-funds/>。

已经有成熟市场的数字货币的二级市场交易或循环投资性质比较明显，且募集的资金是法币，同时投资者希望在基金运营期间能够定期申购赎回，则可考虑采用类似对冲基金的开放式基金模式；如果基金主要投向区块链/数字货币行业内公司的股权、参与ICO，或其他还没有成熟市场可以自由交易的数字货币交易，可以预见短期内基金很难有法币用来支付投资者的赎回款，且投资者对资产的流动性要求不高，则可以选择传统私募股权基金的封闭式运作模式。

区块链/数字货币基金运作模式如何选择		
投资方向	已经有成熟市场的数字货币的二级市场交易或循环投资性质比较明显的投资	区块链/数字货币行业内的公司股权、ICO，或其他还没有成熟市场可以自由交易的数字货币
募集的币种	法币	数字货币或法币
投资者对资产流动性的要求	高	较低
结论	更适合类似对冲基金的开放式基金模式	更适合类似传统 PE/VC 基金的封闭式运作模式

对于主要投资数字货币二级市场交易的基金来说，也可以在基金文件中约定侧袋投资（side pocket investment），允许基金运用一部分资金对流通性较差的数字货币或区块链相关的公司的股权进行投资。在此种安排下，需要对侧袋投资的投资标的、开展侧袋投资的资产占基金全部资产的比例上限、侧袋投资部分的管理费及收益分成的收取方式及时间、侧袋投资的估值方式等都进行明确约定。

7.3.4 区块链/数字货币基金的监管环境

在中国，虽然目前政府监管部门对于区块链技术及应用持支持与鼓励的态度¹⁴⁸，但自2017年9月起，监管部门已对ICO及虚拟货币交易全面叫停¹⁴⁹，目前仍未恢复。境外基金的主要设立地开曼与BVI仍然是区块链/数字货币基金的主要设立地，两地目前尚未对区块链或数字货币采取特别的监管措施，主要还是在现有的监管框架下进行监管。关于两地对基金的监管体系请参见本文第2.1与2.2节。

¹⁴⁸ 根据新华社北京 2019 年 10 月 25 日电，中共中央政治局于 2019 年 10 月 24 日下午就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。我们要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。

¹⁴⁹ 根据 2017 年 9 月 4 日七部委发布的《关于防范代币发行融资风险的公告》，（1）任何组织和个人不得从事代币发行融资活动，代币发行融资本质上是一种未经批准非法公开融资的行为；（2）代币融资交易平台不得从事法定货币与代币、“虚拟货币”相互之间的兑换业务，不得买卖或作为中央对手方买卖代币或“虚拟货币”，不得为代币或“虚拟货币”提供定价、信息中介等服务；（3）各金融机构和非银行支付机构不得直接或间接为代币发行融资和“虚拟货币”提供账户开立、登记、交易、清算、结算等产品或服务，不得承保与代币和“虚拟货币”相关的保险业务或将代币和“虚拟货币”纳入保险责任范围。此外，早在 2013 年 12 月 3 日，中国人民银行等部门联合印发了《关于防范比特币风险的通知》，规定各金融机构和支付机构不得开展与比特币相关的业务，并要求提供比特币登记、交易等服务的互联网站应当在电信管理机构备案。

美国目前亦尚未出台专门针对区块链/数字货币基金的监管，在现有的法律监管体系下，在基金募集设立阶段主要需要判断区块链/数字货币基金的份额是否属于证券(security)，在基金的对外投资阶段需要判断数字货币是否属于证券，进而判断是否需要适用一系列证券法律的监管。

区块链/数字货币基金与其他投资基金一样受到美国证券法体系监管，但数字货币本身是否属于证券目前还没有定论。SEC倾向于将数字货币认定为证券，将ICO认定为发行证券的行为，且认为从事数字货币交易的平台应登记为国家证券交易所；整体而言，SEC对数字货币的监管态度是趋严的。2018年以来，SEC以涉嫌诈骗或违反证券相关法规为由对多个ICO项目进行调查和起诉。2019年4月3日，SEC的创新和金融科技战略中心首次就数字资产(digital asset)¹⁵⁰是否属于“投资合同”(investment contract)类证券¹⁵¹发布指引(“《SEC数字资产指引》”)。但这份指引并不是一份法律、法规或官方的规则，也不会起到对现有成文法或案例法的替代作用，本质上，只是再次强调应适用豪伊测试(Howey Test)来分析数字资产是否为投资合同以及数字资产销售是否为证券交易。

所谓的Howey Test主要结合以下三个方面因素综合判断：(1)是否存在金钱投资行为(investment of money)? (2)是否投资于一个共同事业(common enterprise)中? (3)投资者是否仅依赖于其他人的努力以期获得收益(reasonable expectation of profits derived from efforts of others)? 除SEC外，其他监管机构也将数字货币相关活动视为其监管范围，包括美国商品期货交易委员会(CFTC)认为数字货币属于大宗商品进而受其监管、美国财政部下属的金融犯罪执法局(Financial Crimes Enforcement Network for the Department of Treasury, “FinCEN”)认为数字货币交易所需要注册为“金钱服务业务”(money service business)¹⁵²。

7.3.5 区块链/数字货币基金运营过程中的特殊风险

尽管区块链技术的防篡改、分布式储存、用户匿名等技术优势为其开展应用提供了大量的创新空间，但区块链和数字货币技术本身及在应用过程中存在安全风险，随着区块链和数字货币技术的发展并在不同行业的应用，安全性问题逐渐显现，各种安全事件层出不穷。

区块链与数字货币的安全隐患主要源于区块链自身机制安全和使用者安全等多个层面¹⁵³。因为区块链技术自身机制上的安全缺陷引申出的安全问题包括协

¹⁵⁰ 《SEC 数字资产指引》提到的数字资产是指使用分布式记账或区块链技术发行和转让的资产，包括但不限于所谓的“虚拟货币”“硬币”“代币”。

¹⁵¹ 投资合同属于证券。

¹⁵² 请参见 FinCEN 于 2013 年发布《Application of FinCEN's Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies》。

¹⁵³ 请参见腾讯安全联合实验室发布的《2018 年上半年区块链安全报告》。

议漏洞、流量攻击以及恶意节点等。其中协议漏洞包括针对共识机制漏洞的算力攻击、分叉攻击、女巫攻击，以及利用P2P协议缺陷的DDOS攻击手段¹⁵⁴。例如，2016年8月，全球最大的比特币交易所之一Bitfinex因多重签名漏洞导致12万比特币的损失；2016年8月，Krypton平台、Shift平台这两个基于以太坊的项目受到51%算力攻击¹⁵⁵；除此之外，数字货币交易所被盗或被攻击的事件屡见报端。2014年总部位于日本的比特币交易所Mt.Gox因大量比特币被盗导致破产。使用者层面的安全问题包括使用者忘记其数字货币的密匙导致数字货币遗失或保存数字货币的钱包被窃取等，例如比特币交易所QuadrigaCX首席执行官Gerald Cotten死亡后，其保管价值1.9亿美元的客户数字货币的密匙无人知晓，导致这部分资金无法使用。

区块链/数字货币基金的投资方向可能包括数字货币的二级市场交易，而因为数字货币本身的安全问题，相关数字货币交易所可能会发生被盗或被攻击等事件，进而导致基金财产的损失；如果因基金管理人或交易过程中其他主体未将数字货币的安全密匙保管好或发生被盗、被攻击等事件，也可能造成区块链/数字货币基金的财产损失；除此之外，目前全球各地对于数字货币及其交易的法律监管还不健全，随着未来监管的逐渐落实，将会给基金的运作带来很多合规上的不确定性。

基于区块链/数字货币基金的特殊风险，基金管理人可考虑以下几个措施以降低其自身的责任风险：

- (i) 将区块链/数字货币基金运营过程中存在的潜在风险向投资者进行详细且全面地披露与提示，特别是关于数字货币的安全性的风险；
- (ii) 健全管理人的内部控制制度和其他内部制度的建设，将有关基金投资决策会议（如有）、咨询委员会会议（如有）及合伙人会议的会议内容都进行详尽地记录，确保基金决策及运营程序的规范性；以及
- (iii) 完善法律文本，在基金文件中对管理人的责任问题进行详尽的约定。

* * * * *

¹⁵⁴ 请参见中国信息通讯研究院于2018年9月发布的《区块链安全白皮书》。

¹⁵⁵ 51%算力攻击指有人掌握了全网51%以上的算力后，用这些算力来重新计算已经确认过的区块，使区块链产生分叉并且获得利益的行为。

版权与免责

本《蓝宝书》仅依据本《蓝宝书》发表之日相关法域公开且现行有效的法律法规，我们不能保证未来相关司法辖区对上述法律法规的解释、执行不会发生任何具有追溯力或不具追溯力的变化、修改或撤销。对于相关司法辖区适用法律法规的解释和执行受限于有关司法辖区立法、行政或司法机关的裁决权。竞天公诚律师事务所亦不在前述相关法域具有执业资格。

本《蓝宝书》仅供业内人士参考，不构成任何意义上的法律意见或建议。未经事先书面同意，本《蓝宝书》不得被用于其他目的。如需转载，请联系杨蕾女士（yang.lei@jingtian.com）或赵玮女士（zhao.wei@jingtian.com）获得许可，并注明来源。

如您有意就相关议题进一步交流或探讨，请与本《蓝宝书》撰写负责人竞天公诚律师事务所王勇先生联系：

王勇（James Yong Wang, Esq.）

座机：010-5809 1510（北京）

021-2613 6111（上海）

手机：185 1188 0418

电邮：wang.yong@jingtian.com