



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年11月26日

私募基金法律

境外设基金你不可不知的 SPC（二）

王勇 | 卢羽睿 | 徐毅

我们在 2018 年 10 月 17 日发表的《境外设基金——你不可不知的 SPC》¹一文中，就开曼群岛（Cayman Islands，以下简称“开曼”）独立投资组合公司（segregated portfolio company，以下简称“SPC”）的设立、基本制度、运营要求以及 SPC 在基金领域的应用进行了整体性介绍。在此基础上，本文将继续以开曼群岛 SPC 制度为例，对 SPC 的起源、特征、注意事项等作进一步的深入介绍，以供业内人士参考。

一、从保险到基金——开曼 SPC 的起源与发展

SPC 制度最初起源于根西岛（Guernsey）和美国特拉华州（State of Delaware），并逐渐在多个离岸司法管辖区得以应用并发展²。

开曼《公司法》³（以下简称“《公司法》”）于 1998 年修订时首次引进 SPC 制度，但当时的开曼 SPC 仅限适用于新成立的开曼自保险公司和再保险公司（captive insurance and reinsurance companies），主要用于切分不同的保险资产。2002 年，《公司法》针对 SPC 制度进行了重要修订，SPC 适用范围不再仅局限于保险公司。自此，SPC 制度开始进入投资基金的视野并得以广泛应用。

之所以市场上越来越多的投资基金对 SPC 制度情有独钟，很大部分需归功于该制度所能提供给基金管理人的多样性和灵活性。《公司法》项下，SPC 首先是一家豁免公司，亦即一个独立的法律实体（separate legal entity），在该等实体内部可以设置诸多隔离投资组合（segregated portfolio，“投资组合”或“SP”），SP 并不具有独立法律人格，但有权合法拥有属于其自身的独立资产并以该资产独立承担债务。进一步而言，（1）SPC 和所有 SP 的资产和债务相互独立；（2）每个 SP 之间的资产和债务相互独立。基于资产和债务法定隔离这一 SPC 制度最为重要的特征，基金管理人得以在同一个法律实体内部通过设立对应不同投资策略的 SP，满足特定投资人的个性化需求，实现“同

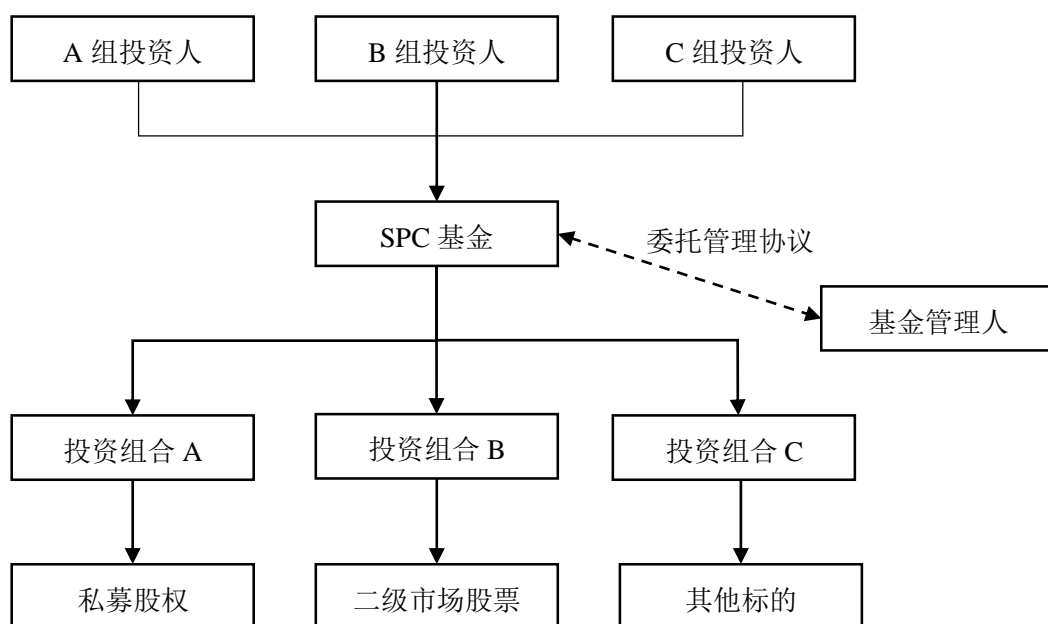
¹ 请参阅汉坤法律评述之《境外设基金你不可不知的 SPC》（2018/10/17）。

² 包括英属维尔京群岛（BVI）、百慕大群岛（Bermuda）、泽西岛（Jersey）、曼岛（Isle of Man）、毛里求斯（Mauritius）等。

³ Companies Law（2018 Revision）及其不时修订更新版。

一个世界、不同的梦想”：例如，SPC 可以设立专门针对二级市场投资的 SP，以接纳对流动性要求较高的投资人；亦可以设立专门针对地产投资的 SP，以接纳允许长期投资但偏好每年固定回报的投资人等等。

常见的 SPC 形式的基金（“SPC 基金”）架构如下图所示：



二、资产和债务法定隔离的注意事项

（一）董事任命及义务

SPC 至少需要有一名董事，董事没有国籍限制。董事应于 SPC 层面任命，其有义务建立并维持相关制度，以区分 SPC 一般资产（general assets）以及不同 SP 之间的资产。一般而言，这一区分要求为每个投资组合开设单独的银行账户而非仅仅在基金内部为不同投资组合分开记账。此外，董事还有义务确保资产在不同 SP 之间以及 SP 与 SPC 一般财产之间的转让应按照国家全部价值进行⁴。由于 SPC 制度的特殊性，为了确保资产和债务法定隔离得到有效执行，SPC 的董事可能需要承担比普通豁免公司更高的注意义务以及其他信义义务。

（二）协议签署

对外签署协议时，需注意协议的签署主体应当明确为 SPC 或具体的 SP，类似的表述如“由本人[张三]作为某某 SPC 之董事代表某某 SP 签署本协议”。此外，实践中应特别注意那些含有抵销权等可能默认以 SPC 全部资产进行债务抵销条款的格式协议（如银行融资协议），如果涉及类似条款，从 SPC 利益的角度建议明确（以签署协议的具体 SP 的资产为限承担债务）。

（三）债务承担

⁴ 《公司法》第 219(6)(c)条：“Assets and liabilities shall not be transferred between segregated portfolios or between a segregated portfolio and the general assets otherwise than at full value.”

特定投资组合的债务，通常以该投资组合的资产进行承担；但若特定 SP 资不抵债，则除非公司章程里明确限制，否则 SPC 的一般资产可能会被用于清偿该等 SP 的债务。但是，前述债务不应及于基金其他投资组合的投资组合资产，并且债权人亦无权就基金其他投资组合的投资组合资产进行追偿。而对于 SPC 产生的不可归于其任何特定投资组合的债务，应仅以基金的一般资产为限承担。

（四）股份发行及收益分配

SPC 可就其设立的两个 SP 分别发行股份，也可以在同一个 SP 内部发行不同种类(classes)或系列(series)的股份，发行股份而获得的资本金应属于该 SP 的资产，独立于 SPC 的一般资产。相应的，SPC 可以就其某类股份收益进行分配，SP 针对其股份收益进行的分配也仅需考虑发行该类股份的 SP 的资产与债务情况，而无需考虑其它投资组合或其他类别的股份收益是否进行分配。此外，由于 SP 并非独立法律实体，因此同一 SPC 的投资组合无法与另一投资组合签订有效的协议，且同一 SPC 的投资组合也无法投资或持有另一个投资组合的股份。

三、 CIMA 监管

根据开曼《共同基金法》⁵的规定，除非满足特定的豁免要求，共同基金(mutual fund)受开曼群岛金融管理局(Cayman Islands Monetary Authority, “CIMA”)的监管。根据共同基金的定义⁶，无赎回权的封闭式基金(close-ended fund, 包括通常我们理解的私募股权基金(private equity fund))因不属于共同基金而无需向 CIMA 注册，有赎回权的开放式基金(open-ended fund, 包括通常我们理解的对冲基金(hedge fund))因属于共同基金而需要向 CIMA 注册。若一个 SPC 内部同时包括封闭式投资组合和开放式投资组合，则整个 SPC 都会被认定为共同基金而受到 CIMA 的监管，即该等 SPC 下设的每一个 SP 均需向 CIMA 注册，并向 CIMA 提供年度审计报告，一定程度上将增加封闭式投资组合的合规运营成本。

四、 实务分析

相较于有限合伙、公司等具备成熟体系及判例的制度而言，SPC 制度尽管已在若干离岸群岛落地生根，但因历史积淀有限，尚未储备足够多的司法判例，因而在凡事讲求先例(precedent)的普通法系下仍稍显稚嫩。也正是基于该等原因，许多希望利用 SPC 制度的基金管理人往往心存顾虑，尤其开曼基金的资产和投资活动通常发生于开曼境外，该等资产和投资活动所在的司法管辖区是否承认 SPC 制度项下的资产与债务法定隔离这一要素，可能会直接影响 SPC 基金是否能够成功运作。

当然，最近一年我们也注意到市场上越来越多追求个性化和“私人定制”的私募基金管理人开始尝试在募集其美元基金时采用 SPC 形式，希望借此打破传统 PE 基金的资金募集和投资模式，开拓一条全新的道路。在追求创新的同时，为避免 SPC 制度未能在相关司法管辖区得到认可和适用而

⁵ Mutual Funds Law (2015 Revision) 及其不时修订更新版。

⁶ 《共同基金法》所定义的共同基金，需要同时满足以下条件：（1）共同基金所发行的是权益份额，而不是债权或其他金融权益，在不同的基金组织形式中该等权益份额可体现为股票、有限合伙企业份额、信托单位(trust unit)等；（2）共同基金应是能够形成资金池的集合投资载体；（3）共同基金所发行的权益份额应是投资者可选择赎回或购买的，但若基金的权益份额有一个初始但有期限的锁定期（通常为 6 个月至 3 年）也还是会被认定为共同基金；且（4）共同基金应设立在开曼，或为希望向开曼的公众宣传或发出购买要约的境外基金。

影响“用户体验”，实务中我们一般建议可采取以下保护性措施：（1）在 SPC 基金的相关法律文件中明确该等文件适用开曼法律。由于规定 SPC 制度的《公司法》属于实体法，与程序法相比，其得到其他司法管辖区承认并适用的可能性更大；（2）在相关对外协议中明确约定潜在债权人的追索权仅限于特定的投资组合，即使资产和债务的法定隔离不受认可，仍然可以依据合同约定主张隔离；（3）如条件允许，尽可能选择在具备相关 SPC 法律制度的司法管辖区内持有资产。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何特定事项的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤投资基金组王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; james.wang@hankunlaw.com）联系。