



## 私募基金法律

### 中国管理人之离岸基金设立 — 你不可不知的美国《证券法》合规要求

王勇 | 胡瑶 | 甄叶 | 李子阳

鉴于近年来中国对人民币基金境外投资的监管加强，越来越多的中国私募基金管理人选择在中国之外的离岸法域设立基金，以便在全球范围内进行资金募集和投资优质资产。其中大多数离岸基金选择开曼群岛（“开曼”）作为设立地，以降低强势的美国法对其的监管。尽管如此，开曼基金的募集及销售行为仍可能在不同程度上受到美国《1933年证券法》<sup>1</sup>和州证券法的监管，一旦违反，可能带来颇为严重的后果，离岸私募基金管理人们不可不知。

根据美国《1933年证券法》的要求，除非依照相关规定取得豁免，任何对外发行和销售的证券均应在美国证券交易委员会（“SEC”）进行登记，基金份额即属于前述“证券”的一种。由于SEC登记程序较为繁琐，后续的持续性合规负担沉重，且对SEC登记的基金（即公募基金）有诸多与私募基金的运作不甚匹配的法律法规限制，开曼基金大多选择根据相关规定的要求申请豁免SEC登记要求。本文将对《S条例》<sup>2</sup>、《D条例》<sup>3</sup>项下的登记豁免等问题进行简要分析，供业界人士参考。

#### 一、美国境外发行“安全港”规则——《S条例》

##### （一）什么是《S条例》？

《S条例》仅适用于“在美国境外发行和销售”（offers and sales of securities outside the United States）的情况，且该等安排应是善意的，不得作为有意规避SEC登记要求的方式。根据《S条例》的规定，如开曼基金在美国境外募集和销售，可以在满足相关条件的前提下，申请豁免《1933年证券法》第5条项下的登记。

<sup>1</sup> Securities Act of 1933 及其不时修订更新版。

<sup>2</sup> Regulation S -- Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933.

<sup>3</sup> Regulation D -- Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933.

《S 条例》由如下部分组成：（a）初步附注共计 8 条；（b）第 901 条：一般性说明；（c）第 902 条：定义；（d）第 903 条：针对证券发行（如基金募集）的“安全港”（safe harbor）；（e）第 904 条：针对证券转售（如基金份额转让）的“安全港”；（f）第 905 条：针对股本类证券的转售限制。

## （二）《S 条例》的适用主体包括哪些？

私募基金募集以及份额转让可能涉及的多方主体均可适用《S 条例》，包括美国境内及境外的（a）基金发行方、（b）基金分销商（包括承销商和经纪商）、（c）基金发行方的关联方、（d）任何代表前述三类主体行事的人士、（e）受让基金份额且未参与基金募集的非美国居民（包括交易商）等。

## （三）取得《S 条例》豁免应满足哪些条件？

### 1. 基本条件

适用基金募集安全港规则（第 903 条）或基金份额转让安全港规则（第 904 条）应首先满足如下两个基本条件：

离岸交易（offshore transaction）。基金的募集或份额转让应通过“离岸交易”的方式进行。“离岸交易”通常应满足如下条件：（i）未向位于美国境内的投资者（认购或受让基金份额）发出要约；且（ii）在投资者确认购买意向时（如签署基金认购文件或受让文件等），该投资者身处美国境外（或基金发行方/转让方合理相信该投资者身处美国境外）。

没有定向销售行为（directed selling efforts）。该项要求主要针对基金募集过程中发行方采取的募集方式，适用主体不得在美国境内或向美国人士（U.S. person，定义见下文）作出“定向销售行为”。“定向销售行为”指就某项证券采取的以影响美国市场为目的、或合理预期可能影响美国市场的行为，包括在美国国内进行广告宣传等。《S 条例》明确了几种针对美国人士的典型“定向销售行为”，亦对不属于“定向销售行为”的几种情况作出了列举（如根据美国或外国法律法规或规则发布广告，该广告中仅包含法定要求内容、明确基金并未根据《1933 年证券法》进行登记且不会在美国境内销售等）。

### 2. 第 903 条项下的附加条件

除上述两个基本条件外，考虑到不同类别的募集项下证券通过转让等方式流转回美国的可能性不同，《S 条例》就三类募集作出了区分规定，以开曼基金为例说明：

第一类募集（Category 1）。此类募集应符合美国市场对该基金份额无实质性兴趣以及定向海外发行等情况，其基金份额流转回美国的可能性最小，因此，《S 条例》不再设置附加条件，满足上述两项基本条件即可。

第二类募集（Category 2）。若不符合第一类募集的情形，且由报告外国发行方（reporting foreign issuer）募集，则属于第二类募集。该类募集应适用附加条件，比如 40 日的分销合规期（distribution compliance period）内不得向美国人士募集/销售或者为美国人士的账户或利益募集/销售。

第三类募集（Category 3）。若不符合前述第一类和第二类募集的情形，则属于第三类

募集 (Category 3)。该类募集应适用更加严格的附加条件, 比如 1 年的分销合规期内不得向美国人士募集/销售或者为美国人士的账户或利益募集/销售。

#### (四) 什么是“美国人士”?

根据《S 条例》第 902 条的规定, “美国人士”是指: (i) 任何在美国居住的自然人; (ii) 任何根据美国法律组织、设立的合伙企业或公司; (iii) 任何由美国人士担任执行人或管理人的财产; (iv) 任何由美国人士担任受托人的信托; (v) 位于美国的外国实体的任何代理机构或分支机构; (vi) 由交易商或其他专业受托人 (professional fiduciary) 为美国人士的利益或账户而持有的任何非全权委托账户 (non-discretionary account) 或类似账户 (财产或信托除外); (vii) 由在美国居住的交易商或其他专业受托人持有的任何全权委托账户 (discretionary account) 或类似账户 (财产或信托除外); (viii) 任何主要由美国人士根据美国以外的法律组织设立的、以投资豁免登记证券为目的的公司和合伙企业, 除非该等公司或合伙企业由获许投资者 (非自然人、财产或信托) 组织、设立或持有。

除了通常判断不符合上述《S 条例》“美国人士”定义的人士之外, 《S 条例》亦明确规定下列人士不属于“美国人士”: (i) 任何全权委托账户或类似账户 (财产或信托除外), 该等账户由在美国组织、设立或居住 (如为自然人) 的交易商或其他专业受托人为非美国人士的利益或账户而持有; (ii) 任何由美国人士担任执行人或管理人的财产, 如有非美国人士的执行人或管理人对该财产拥有唯一或共同的投资决定权、且该财产受美国以外法律管辖; (iii) 任何由美国人士担任受托人的信托, 如有非美国人士的受托人对信托资产拥有唯一或共同的投资决定权、且该信托的受益人和设立人 (如信托不可撤销) 非美国人士; (iv) 根据美国以外的国家的法律、惯常实践和其他文件设立、管理的雇员福利计划; (v) 位于美国境外的任何美国人士的代理机构或分支机构, 如该等机构的运营有正当商业理由、从事银行或保险业务且受到东道国银行或保险法规的实质性监管; (vi) 国际货币基金组织、国际复兴开发银行、美洲开发银行、亚洲开发银行、非洲开发银行、联合国、任何其他类似的国际组织及其各自的代理机构、关联方和养老金计划。其中, 在美国境内或境外联系本段第 (i) 项所述的账户持有人或第 (vi) 项所述各类国际组织及相关方均不属于“定向销售行为”。

## 二、美国境内发行“安全港”规则——《D 条例》

### (一) 什么是《D 条例》?

《D 条例》被视为美国境内发行活动的安全港规则, 其不同条款中设置了不同的豁免规则。《D 条例》由如下部分组成: (a) 第 500 条: 《D 条例》说明; (b) 第 501 条: 定义; (c) 第 502 条: 一般性条件; (d) 第 503 条: 销售通知备案 (Filing of Notice of Sales, 适用于第 504、506 条项下销售行为); (e) 第 504 条: 受限于不超过 500 万美元募集金额的豁免; (f) 第 506 条: 非受限于募集金额的豁免; (g) 第 507 条: 资格取消条款; (h) 第 508 条: 与《D 条例》规定的非实质性偏差。其中, 基金募集主要适用第 506 条规定申请豁免。

### (二) 第 506 (b) 条——受限于特定募集方式的豁免

根据《1933 年证券法》第 4 (a) (2) 条, 不涉及公开募集的募集行为可以豁免第 5 条项下关于证券登记的要求, 即该豁免交易项下发行方不得采取一般性招揽与广告的方式进行基金

宣传与募集。针对该项规定,《D 条例》第 506 (b) 条进一步提供了基金发行方可以依赖的客观标准,以满足前述豁免要求。与受限于募集金额的豁免不同,除应满足《D 条例》第 502 条项下的一般性条件(包括交易一体性、信息披露、限制宣传以及转让)外,根据第 506 (b) 条,基金发行方可以募集无限量的资金,并可以向无限数量的获许投资者(accredited investors)与不超过 35 名其他投资者(其他投资者应具备充分的能够评估该项投资的收益及风险的能力)募集。

### (三) 第 506 (c) 条——非受限于特定募集方式的豁免

根据《D 条例》第 506 (c) 条,在满足如下三个条件的前提下,基金发行方可以在豁免登记要求的同时采取一般性招揽与广告的方式进行基金宣传与募集:

1. 满足第 501 条以及第 502 (a)、(d) 条项下的一般性条件;
2. 募集对象均为获许投资者;
3. 基金发行方采取合理措施确认投资者属于获许投资者。该规定同时列举了四种基金发行方可以用于确认投资者属于获许投资者的方法:(i)通过该投资者的收入进行确认;(ii)通过投资者净资产进行确认;(iii)通过取得特定机构认定该投资者属于获许投资者的书面确认的方式进行确认;(iv)对于在 2013 年 9 月 23 日前已作为获许投资者认购该基金发行方按照第 506 (b) 条豁免条件所募集设立的基金的份额并继续持有该等基金份额的投资者,通过由该投资者自行确认的方式进行确认。

### (四) 第 506 (d) / (e) 条——资格取消条款

2013 年,SEC 就上述第 506 条项下的豁免发行新增了资格取消条款(bad actor disqualification provisions),资格取消情形及相关的披露要求在《D 条例》第 506 (d) 条和第 506 (e) 条予以规定。

根据该等条款,如果基金发行方(包括其前身)、关联发行方、发行方之董事/高管/其他参与发行的管理人员/普通合伙人/管理股东、持有基金发行方表决权 20% 以上的受益人、集合投资基金的基金管理人及其管理人员等适用人士(covered persons)发生了资格取消事件(disqualifying event),则无法再获得《D 条例》下的豁免资格。

资格取消事件主要包括:特定类型的刑事犯罪、特定类型的法院禁令和限制令、某些州和联邦监管机构的终局令、SEC 发出的某些拒绝令(refusal order)、停止令(cease-and-desist order)、禁令(stop order)和《A 条例》<sup>4</sup>项下豁免的暂停令等。其中部分资格取消事件有时间限制,比如过去 5 年内的法院禁令或过去 10 年内因欺诈、操纵或欺骗行为违反任何法律法规而收到的终局令。

### (五) D 表格备案与蓝天法(Blue Sky Laws)

根据《D 条例》,适用《D 条例》下相关豁免条件的基金需要在不晚于其首次出售基金份额(投资者完成基金份额认购的相关交割日)后的 15 日内向 SEC 提交 D 表格(Form D),并且在适用的情况下需要对 D 表格进行更新。D 表格是一个简短的通知书,包含基金及其发行方

<sup>4</sup> Regulation A—Conditional Small Issues Exemption.

的名称和地址、基金规模等基本信息。此外，基金还须向其美国投资者所在的相关州的证券监管机构提交 D 表格副本。

### 1. 联邦层面

根据 SEC 相关规定，D 表格的备案并非基金取得《D 条例》豁免的前提条件。因此，未在《1933 年证券法》规定的时限内完成 D 表格备案并不会当然导致基金失去《D 条例》下的豁免资格。根据《D 条例》，没有及时进行 D 表格备案在联邦层面的潜在后果是 SEC 可能会对该基金采取行动，并根据《D 条例》第 507 条禁止基金在未来获得豁免资格。然而，《D 条例》第 507 条同时也规定，如果 SEC 有正当理由认为排除豁免并非必要，前述禁止基金获得豁免资格的规定将不适用。

未及时进行 D 表格备案可能对基金产生的另一影响在于，基金可能与投资者或其他方就其是否满足《1933 年证券法》项下的登记要求产生纠纷并被诉至法院。在该情况下，尽管未能按时完成 D 表格备案本身并不能作为起诉理由，但由于 D 表格备案将是基金证明其募集行为满足联邦法律规定的有力证据，不能提供这一证据将导致基金在诉讼中处于不利地位。有鉴于此，我们建议开曼基金管理人按照相关规定及时完成 D 表格备案。

### 2. 各州层面——蓝天法

在 SEC 作为联邦证券法的监管和执行机构之外，美国各州都有自己的证券监管机构，执行所谓的“蓝天法”。如基金发行方向特定州的投资者进行基金募集，除了遵守《1933 年证券法》等联邦证券法律法规以外，其还应遵守该投资者所在州的州证券法律法规。

如果基金发行方的募集行为根据《D 条例》豁免登记，则该基金募集行为也无需向州证券监管机构登记。尽管如此，各州证券监管机构有权要求基金在相应的州进行备案并收取费用。未能根据各州证券监管机构的要求进行备案或缴纳相关费用，可能会导致州证券监管机构暂停基金发行方在其辖区内的基金募集。

具体而言，根据大部分州的蓝天法，如基金满足《D 条例》项下的相关豁免，则可以向相关投资者进行基金募集，并应在其首次出售其基金份额后 15 日内向该州证券监管机构备案。值得注意的是，纽约州蓝天法备案时间要求较为特殊，纽约州证券监管机构要求基金在纽约州范围内首次出售其基金份额之前办理备案。

## 三、《S 条例》豁免与《D 条例》豁免的协调

在实践中，考虑到豁免申请存在一定不确定性，对于美国境外的募集行为，一些基金发行方会采取同时申请《S 条例》与《D 条例》项下豁免的策略，以构建对于基金发行方的“双保险”。该等策略在某种程度上可以帮助基金发行方在其中一项豁免申请不成功时，避免既未依法登记又未取得豁免的窘境。

然而，如发行方拟采取“双保险”的方式，应注意协调两项豁免项下的相关要求，谨慎避免由此产生的复杂问题。例如，尽管根据《D 条例》第 506（c）条进行的豁免募集可以进行公开的广告宣传，但在美国的公开宣传将导致基金发行方的募集行为不符合《S 条例》项下的豁免条件。因此，如果采取“双保险”策略，基金发行方可以选择申请《D 条例》第 506（c）条项下的豁免，同时仍应考虑到《S 条例》的规定从而避免进行公开宣传。

当前信息传递高度网络化，相关宣传信息将很容易跨境传递，美国境内人士获得境外宣传信息也将十分容易。尽管仍可能通过技术手段严格限制广告宣传方式，但在基金募集过程中进行公开宣传的基金发行方，将很难向 SEC 证明其公开宣传行为仅发生在美国境外。因此，如果采取“双保险”申请策略的基金发行方仅以美国境外的投资者作为募集对象，其需要非常留意募集宣传方式，以免失去《S 条例》项下的豁免资格；但如果基金发行方仍有可能向美国境内的投资者募集，其应仅申请《D 条例》豁免，因为《S 条例》自身性质决定其并不适用于美国境内的募集行为。

## 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，不应被看作是特定事务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](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。