



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年6月27日

私募基金法律

美国特拉华州私募基金设立探秘

王勇 | 卢羽睿 | 江辰晨 | 徐毅

美国特拉华州（State of Delaware）由于其历史悠久和健全的成文立法和司法判例及成熟的法律和金融专业服务等优势，一直是国际私募基金最主流的设立地之一。本文将基于我们参与特拉华州私募基金的设立与运营的实务经验，对整个基金设立过程的相关问题进行简要分析，供业界相关人士参考。

一、 私募基金基本架构

特拉华州私募基金（以下简称“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（General Partner, “GP”），较多选择有限责任公司¹的形式（Limited Liability Company, “LLC”），亦有采用有限合伙的形式；（3）基金管理人，通常亦选择有限责任公司的形式。

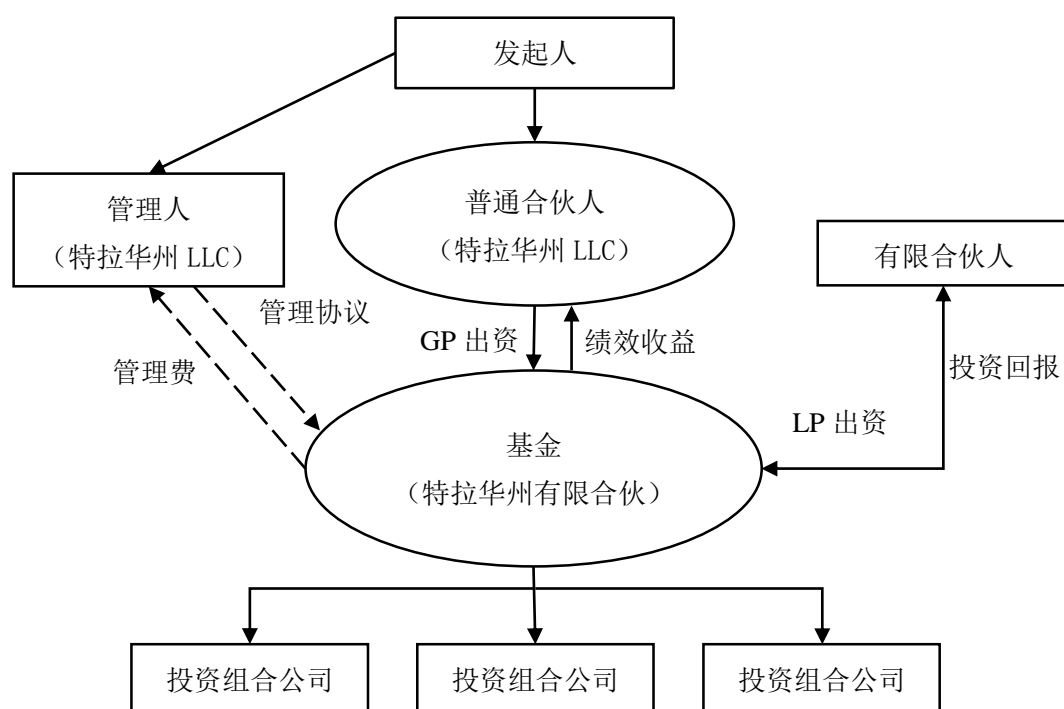
实践中，GP 和基金管理人可以为同一家公司，此时由 GP 收取管理费（management fee）和绩效收益（carried interest）；但更普遍的架构则为 GP 和基金管理人分别由两家公司担任，此时由 GP 收取绩效收益（或者设立特殊有限合伙人实体专门收取绩效收益），基金管理人收取管理费。在美国，管理费需作为普通收入（ordinary income）按照较高的所得税率纳税，而绩效收益则可以作为长期资本利得享受较低的税率²。GP 和基金管理人由两家公司分别担任，可最大程度减少 GP 同时

¹ 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。

² 在 2017 年底特朗普政府推动的美国税收改革法案（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，绩效收益需满足 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%）（且如绩效收益在关联方之间转让，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%）。

担任基金管理人的情况下，其收取的绩效收益也被认为作为服务性收入（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。基金管理人系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。

较为典型的特拉华州美元基金架构可参考下图：



二、 关于基金实体

(一) 基金实体如何设立？

基金通常采用有限合伙的组织形式，根据特拉华州《修订统一有限合伙法》³的规定，有限合伙具有独立的法人资格。设立有限合伙需要向特拉华州州务卿办公室（Delaware Secretary of State）提交一份包含以下基本信息的有限合伙证书：有限合伙名称、注册办公室地址、注册代理人的名称和地址、每一名普通合伙人的信息（名称、经营业务、居住或邮寄地址）以及合伙人认为应当包括的其他事项。满足要求的有限合伙于提交有限合伙证书时正式成立，或者合伙人亦可另行在证书中指定其他成立日期。

根据我们的实践经验，聘请注册代理完成前述事项的费用一般为 300 美元至 700 美元不等（视基金所选择的注册代理、申请获得的文件种类、形式、份数以及是否申请联邦税号等具体情况而定，该等报价中一般已包含注册证书提交费用、代理服务费用）。特拉华州注册代理服务产业发展较成熟且完善，一般可通过注册代理的官网填写拟设立基金实体名称、直接联系人联系方式（包括姓名、电话、电子邮箱、邮寄地址等）以及每一名普通合伙人的名称或姓名，并

³ Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act (Title 6 Commerce and Trade, Chapter 17)及其不时修订更新版。

支付相应费用。待注册代理确认前述信息无误后，将着手准备基金实体设立文件，并指导普通合伙人签署相应文件。若设立文件齐全，一般3至5个工作日可获得电子版基金实体注册证书，6至8个工作日可获得纸质版基金实体注册证书（若申请）。

（二） 基金实体的组织形式有什么特点？

根据特拉华州《修订统一有限合伙法》的规定，有限合伙名称应包含“有限合伙”或其缩写表述（“Limited Partnership”、“L.P.”或“LP”）且可以加入“基金”等表述。有限合伙应于特拉华州内拥有注册办公室和注册代理人（registered agent），该要求通常以向专业的中介机构支付少许费用的方式完成。此外，特拉华州无需提交或公开有限合伙协议。提交注册证书的费用是200美元，有限合伙在特拉华州内运营的税费为300美元/年。尽管有限合伙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或行政管理人（custodian or administrator）。

总体而言，特拉华州的《修订统一有限合伙法》在契约自由原则的指导下，秉持“若无另行约定，方才适用法律规定”的立法理念。因此，设立在特拉华州的基金有比较大的权限可以自由约定各合伙人相互间的权利义务关系以及其他相关条款，具体的条款可根据发起人以及投资人的商业安排作出约定。

（三） 私募基金会受到哪些美国法律监管？

作为在美国境内发起设立的私募基金实体，将会直接面临美国私募基金相关法律法规的监管。这些法律主要包括美国《1940年投资公司法》⁴（“《投资公司法》”）、《1940年投资顾问法》⁵（“《投资顾问法》”）、《1933年证券法》⁶（“《证券法》”）、《1934年证券交易法》⁷（“《证券交易法》”）及其相关的修订案和附属规定。这几部重要的法律主要通过通过对基金实体本身、基金管理人、基金的份额发行及交易三个方面对私募基金进行监管。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，也都可能在一定程度上受到美国法律的监管。

具体而言，《投资公司法》项下，典型的私募基金都将被视为“投资公司”（即任何事实上或者宣称自己是专门从事证券⁸投资或再投资业务的机构），需要向美国证券交易委员会（“SEC”）申请登记并接受相应监管，除非其满足《投资公司法》第3(c)(1)条或第3(c)(7)条项下规定的豁免条件。第3(c)(1)条豁免条件包括：基金的份额（securities）由不超过100个受益所有人⁹（beneficial owner）持有，并且未曾且不计划进行公开发售；第3(c)(7)条豁免条件包括：基金

⁴ Investment Company Act of 1940 及其不时修订更新版。

⁵ Investment Advisers Act of 1940 及其不时修订更新版。

⁶ Securities Act of 1933 及其不时修订更新版。

⁷ Securities Exchange Act of 1934 及其不时修订更新版。

⁸ 美国法下的“证券”定义非常广泛。

⁹ 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（non-United States Person）不受100名收益所有人的限制。

的份额仅由合格购买者（qualified purchaser）¹⁰持有，并且未曾且不计划进行公开发售¹¹。

除此以外，下文会进一步讨论基金管理人以及基金的私募发行何种程度上将会受到美国法律的监管。

三、关于 GP 及基金管理人

（一）GP 的法定义务包括哪些？

根据特拉华州的衡平法，普通合伙人对有限合伙、其他合伙人、其他受合伙协议约束人士负有信义义务。《修订统一有限合伙法》基于尊重契约自由之理念，规定有限合伙协议可扩展、限制或排除信义义务。理论上，有限合伙人可根据商业惯例及风险分配规则，确定普通合伙人的信义义务程度，但实际上，很多有限合伙协议均排除了普通合伙人的信义义务，仅在法律规定的要求下保留合伙协议隐含的合同义务即善意和公平交易(implied contractual covenant of good faith and fair dealing)。

（二）私募基金管理人受到的法律监管包括哪些？

根据《投资顾问法》的规定，一般情况下除非满足豁免条件，提供投资管理建议并据此获得回报的任何人士必须在 SEC 完成注册。就在美国设立的私募基金管理人而言，由于其在美国设立、管理美国基金、或在美国进行活动，即应当依据《投资顾问法》向 SEC 进行注册（无需在美国各个州进行注册），除非管理人满足下述的豁免规定：

第一、海外私募投资顾问豁免（Foreign Private Adviser Exemption）。这一豁免条件主要适用于非美国设立的基金管理人实体，通常需满足下列条件：（1）其美国客户及所管理的基金中美国投资人总数不超过 15 个；（2）在美国境内没有业务经营地（place of business）；（3）所管理的美国客户及所管理的基金中美国投资人的总资产少于 2,500 万美元；（4）未向美国公众公开表明自身为投资顾问（do not hold themselves out generally to the public in the United States as an investment adviser）；以及（5）未作为投资顾问向注册的投资公司或商业发展公司（business development company）提供服务。满足本项豁免情形的海外投资顾问无需向 SEC 进行任何报告、注册或备案。

第二、私募基金投资顾问豁免（Private Fund Adviser Exemption）。取得该等豁免需满足下列条件：（1）其服务的客户仅限于“私募基金”（private fund），即满足《投资公司法》第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条豁免的基金；且（2）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）。

第三、风险投资基金投资顾问豁免（Venture Capital Fund Adviser Exemption）。如果投资顾问管理的所有基金为风险投资基金，其亦可以取得风险投资基金投资顾问豁免，而不限其管

¹⁰ 一般系指拥有不低于 500 万美元投资资产的自然人（包括与其配偶共同拥有一个联合账户、夫妻共同财产或者其他相似共享所有权益），以及拥有不低于 2,500 万美元投资的机构。请注意，如为美国境外设立的基金，其非美国投资人不需符合 qualified purchaser 的要求。

¹¹ 如果依赖第 3(c)(7)条豁免的基金达到 2,000 名投资人，则需要在《证券交易法》第 12(g)条项下向 SEC 公开申报定期报告。

理的基金数量或资产规模。风险投资基金主要是指满足下列条件的基金：（1）满足《投资公司法》第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条豁免且未注册为投资公司；（2）向投资人表明基金采用的是风险投资策略；（3）投资人无赎回权；（4）进行的“非适格投资”不超过基金资产的 20%；（5）借贷（或产生杠杆率）不超过基金资产的 15%，且为短期。

此外，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。

四、 关于基金募集

（一） 私募基金募集的法律监管包括哪些？

私募基金份额属于《证券法》规定的“证券”，因而投资人认购基金份额、基金募集和销售等行为受《证券法》管辖。一般而言，除非满足相关的豁免情形，《证券法》要求所有对外募集和销售的证券均应当通过向 SEC 提交注册声明（*registration statement*）而在 SEC 进行注册。在美国私募发行的基金，通常依赖于《证券法》的《D 条例》豁免登记要求，或者依赖于《证券法》的《S 条例》在美国境外进行私募发行。

1. 美国境内发行“安全港”规则——《D 条例》

按照《D 条例》，基金的发行可以依赖于第 506(b)条规则或者第 506(c)条规则获得 SEC 登记的豁免。根据第 506(b)条，基金可以向不限制人数的合格投资人（*accredited investor*）¹²以及不超过 35 位的成熟投资人（*sophisticated investors*）¹³发行基金份额，但是不得进行一般性劝诱（*general solicitation*）（例如，通过广告、发布会、研讨会、无准入限制的公开网站进行沟通或劝诱）。第 506(c)条则允许特定情况下进行一般性劝诱，前提是基金必须采取“合理措施”（*reasonable steps*）核实所有的认购者是否均为合格投资人，并且基金合理信赖所有投资人均满足合格投资人的要求。

依赖于上述豁免的基金需要在首次出售其基金份额后 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 表格只是一个简短的通知书，包含基金的所有人、发起人的姓名和地址信息，而无需披露其他有关基金的信息。

如果基金的某些关联人（*covered person*）受限于特定的取消资格事件（*disqualifying*

¹² “合格投资人”主要指净资产超过 100 万美元的个人，或在过去两年中每年年收入均超过 20 万美元（或与配偶合计超过 30 万美元），且可以合理地预计在本年度收入也能达到 20 万美元（或与配偶合计超过 30 万美元）以上的个人；以及任何资产总额超过 500 万美元的公司或银行。

¹³ “成熟投资人”指不满足合格投资人要求，但是对金融和商业事务有足够的认知和经验且有能力评价和分析投资风险的人。

events)，则基金不得再依赖于第 506 条对外发行基金份额。

2. 美国境外发行“安全港”规则——《S 条例》

按照《S 条例》，如果满足下列条件，私募基金份额的发行会被视为在美国境外发生：

(i) 系在美国境外交易中进行发行或销售份额；(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）。在《S 条例》下，投资人一般限定为非美国投资人¹⁴。

(二) 基金设立至基金募集通常包括哪些核心文件？

1. 《有限合伙协议》（Limited Partnership Agreement）：由普通合伙人和有限合伙人（投资人）签订，就基金的核心问题（基金投资、收益分配、普通合伙人和有限合伙人各自的权利义务等）进行约定。
2. 《附属协议》（Side Letter）：由普通合伙人和个别有限合伙人（投资人）签订，就《有限合伙协议》约定的特定问题（管理费收取、普通合伙人和有限合伙人各自的权利义务）进行不同的约定，并优先于《有限合伙协议》适用。
3. 《有限责任公司协议》（LLC Agreement）：通常为普通合伙人实体和管理人实体的组织性文件。
4. 《投资管理协议》（Investment Management Agreement）：由管理人和基金实体签订，约定管理人享有的管理权限及管理费的收取。
5. 《募集说明书》（Private Placement Memorandum）：列明基金的关键信息，包括投资策略、风险因素、普通合伙人和管理人的信息、管理费、绩效收益、基金费用、利益冲突、基金税务等事项。
6. 《认购手册》（Subscription Booklet）：确认投资人对基金的认购，并提供有关投资人的重要信息（投资人身份、认缴出资额等）。

五、 关于基金税务

在基金层面，有限合伙为税务穿透实体，本身不需要就其收入纳税，而是直接穿透到具体的合伙人层面各自纳税。在合伙人层面，合伙人就其在合伙企业的可分配份额对应的收入进行纳税。针对“美国应税投资人”、“美国免税投资人”、“非美国投资人”等不同类型的投资人而言，其可能因适用的特殊法律而存在特殊的投资要求：

(一) 美国应税投资人

美国应税投资人通常为高净值个人或公司。以美国高净值个人为例，美国个人长期资本收益（long-term capital gain，例如持有超过 1 年的资产）的最高税率为 20%，而短期资本收益（short-term capital gain）和普通所得（ordinary income）最高边际税率为 37%¹⁵。因此，美国的

¹⁴ 《S 条例》下，判断是否为美国投资人主要基于：自然人是否为美国居民（U.S. resident），或者如为机构，其是否在美国法下组织和设立。

¹⁵ 在 2017 年底的《TCJA 法案》通过之前，个人的普通收入适用七级税率（10%、15%、25%、28%、33%、35%、

个人投资人主要考虑的问题是使其收益性质归入长期资本收益而不是普通所得。

(二) 美国免税投资人

就美国《国内税收法典》¹⁶规定下的免税主体（包括养老金计划、慈善团体和大学等主体）而言，其因开展与免税实体职责无关的贸易或商业活动而产生的“无关的商业应税收入”（unrelated business taxable income, UBTI）会被征收“无关商业收入税”（unrelated business income tax），所以其通常会要求基金避免产生 UBTI。对于基金而言，产生 UBTI 的来源主要有：基金投资于有实际运营的有限合伙或其他税务穿透实体，而该等实体在美国境内或境外从事业务或经营（trade or business），免税投资人在该等实体的收入中所占的份额即为 UBTI；基金为进行投资而举债，产生于该等投资的部分收入可能会被视为 UBTI；若基金定期对外提供服务并获得费用，该等费用可能会被视为 UBTI。

此外，《员工退休收入保障法》¹⁷针对受其规制的主体（如美国企业养老金计划）规定了特殊的监管要求。基金通常可以通过采取以下措施以避免受到此类监管：（1）基金应确保《员工退休收入保障法》规制的投资人持有份额不超过基金份额的 25%；或（2）确保基金符合“风险投资运营公司”（Venture Capital Operating Company, VCOC）的标准。有关 VCOC 的合规标准较为复杂，但总体来说要求基金就其 50% 以上的投资均拥有“管理权（management rights）”¹⁸且就至少一家投资对象的运营行使管理权。

(三) 非美国投资人

对非美国投资人（Non-U.S. investors）而言，如果其在美国从事业务或经营，则其与该等业务或经营实际关联（effectively connected）的收入会被要求在美国纳税，该等收入一般也被称为实际关联收入（effectively connected income, ECI）。因此，就非美国投资人而言，其通常要求普通合伙人或管理人尽其合理努力避免产生 ECI。一般而言，若基金未在美国从事业务或经营交易，则该等非美国投资人就其从基金处置投资项目所获得的收益无需缴纳美国所得税。

39.6%），在《TCJA 法案》下，自 2018 年起至 2025 年新的适用税率为 10%、12%、22%、24%、32%、35%、37%。

¹⁶ Internal Revenue Code (United States Code, Title 26) 及其不时修订更新版。

¹⁷ Employee Retirement Income Security Act (Title 29 Labor, Chapter 18) 及其不时修订更新版。

¹⁸ 通常来说，“管理权”是指基金和投资对象之间有直接的合同约定基金有权“实质参与或实质影响投资对象的管理”。具体而言，可能包括任命一名或多名董事、获取财务报告、查阅文书等权利。

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，不应被视为就任何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》的内容有任何问题或建议，请与王勇先生（+86-10-8525 5553/138 1149 9450; james.wang@hankunlaw.com）联系。