

典型基金结构与数字资产基金介绍

前言

数字资产和 Web3 资产最近风靡一时，香港特别行政区政府发表了有关香港虚拟资产发展的政策宣言并阐述其政策立场和行业愿景，香港证券及期货事务监察委员会（“香港证监会”）和香港金融管理局亦就虚拟资产交易平台、虚拟资产服务提供者及稳定币相关的活动逐步建立监管框架。香港证监会亦已就第 9 类（提供资产管理）受规管活动牌照推出提升机制，以监管将其投资组合中 10% 或以上的总资产价值投资于虚拟资产的持牌法团。在监管框架更充分的情况下，我们预计基金管理人和基金发起人对于设立基金投资数字资产的需求愈趋活跃。

本文旨在简要概括不同的典型基金结构，及对于该等结构的特点如可适用于以数字资产作为投资组合策略作出介绍。

开放式基金

开放式基金指基金发起人在设立基金时，基金单位或股份总规模不固定，基金可在任何时候发行股份和允许投资人定期赎回，以高流动性投资组合为投资策略的基金发起人通常使用开放式公司制结构成立基金。取决于基金发起人和目标投资人的特性等综合考量，基金发起人可考虑以下形式成立基金。

独立公司型基金 (Standalone Corporate Fund)

独立公司型基金通常以开曼群岛（“开曼”）豁免有限公司的形式设立，由发起人在开曼或英属维尔京群岛（“BVI”）成立有限公司作为基金的管理股东（具有投票权但不参与分红），由

投资人认购基金的参与型股份（无投票权但参与分红），而基金决策及运营的权力归于基金董事会，由发起人在香港设立的持牌法团或在 BVI 设立并注册的获准管理人（“Approved Manager”）作为基金管理人，为基金提供全权管理服务。

伞型结构

伞型结构的基金泛指在基金项下设有不同子基金的投资工具。每个子基金都可以任命自己的管理人，采用自己的投资策略，拥有自己的资产，而且每个子基金的资产和负债都与其他子基金的资产和负债相隔离。

在数字资产领域，从我们的市场观察角度，于开曼成立的独立投资组合公司（Segregated Portfolio Company）（“SPC”）占据主导地位，因为 SPC 允许基金发起人在 SPC 下设立不同独立投资组合（Segregated Portfolio）（“SP”）作为子基金，各 SP 运行的投资组合和策略可以是不同类型的数字资产。鉴于 SPC 项下每个 SP 的资产和负债相隔离，一个 SP 的损失并不会影响另一个 SP 的收益，而基金发起人能够向投资人提供投资人认为最适合自己的各种 SP，投资人不必将所有投资额放在一个盲池。此外，设立 SP 的便利性和相对的成本和时间效率亦令基金发起人倾向选择 SPC 作为设立基金的形式。

就 SPC 的架构而言，与独立公司型基金类似，由发起人在开曼或 BVI 成立有限公司作为 SPC 的管理股东，由投资人认购 SPC 项下 SP 的参与型股份，而基金决策及运营的权力归于 SPC 的董事会，由发起人在香港设立的持牌法团或

在 BVI 设立并注册的 Approved Manager 作为基金管理人，为 SPC 提供全权管理服务。

主联结构 (Master-Feeder Structure)

在主联结构中，基金发起人可从不同类型的投资人募集资金投资到不同的联接基金 (Feeder Fund)，而 Feeder Fund 把该等资金投资于一个主基金 (Master Fund)。一般来说，每个 Feeder Fund 针对不同的投资人群体，例如一个向美国投资人募资，另一个向非美国投资人募资。投资人在 Feeder Fund 层面进行投资并支付管理费和表现费，而交易和投资则在 Master Fund 层面进行。

主联结构是大多数大型金融机构发行基金的首选结构。大型金融机构通常面对不同法域的投资人，不同的投资人群体可以更容易遵守各自适用的监管要求。特别是，主联结构允许美国应税投资人以节税的方式投资离岸对冲基金，而不会影响其他非美国投资人或美国免税投资人的税务状况。

主联结构在投资人层面亦提供更大的灵活性。由于 Master Fund 通过不同的 Feeder Fund 引入多个投资人群体，基金发起人可以根据不同的投资人群体的需求在 Feeder Fund 层面定制不同的商业条款如操作货币、管理费、表现费、认购条款、投资策略等。

就主联结构而言，发起人在开曼或 BVI 成立有限公司作为 Master Fund 以及 Feeder Fund 的管理股东，由投资人认购 Feeder Fund 的参与型股份及由 Feeder Fund 认购 Master Fund 的参与型股份。基金决策及运营的权力归于 Master Fund 的董事会，由发起人在香港设立的持牌法团或在 BVI 设立并注册的 Approved Manager 作为 Master Fund 以及 Feeder Fund 的管理人，为基金提供全权管理服务。

封闭式基金

封闭式基金通常拥有一个有限的存续期，只在一定时间段内接纳投资人，投资人在基金到期前不能赎回或退出基金。因此，以投资非流

动性资产（如私募股权投资）为投资策略的基金通常为封闭式，一般没有规定固定的资产净值计算，也没有固定的认购日或赎回日，投资人会在规定的时间内根据其资本承诺进行出资，而其收益按照相关法律文件规定的分配顺序作出分配。

开曼有限合伙

基金发起人大多数使用于开曼成立的豁免有限合伙 (Exempted Limited Partnership) (“ELP 基金”) 作为平台，由发起人拥有的开曼有限公司作为普通合伙人，投资人作为有限合伙人向 ELP 基金出资。普通合伙人对 ELP 基金事务有管理权和控制权，负责 ELP 基金的运营、管理、控制和开展基金业务，并代表 ELP 基金作出一切投资和处置投资的决定，可以向有限合伙人收取管理费。ELP 基金亦可以委任于香港设立的持牌法团作为 ELP 基金的管理人，为 ELP 基金提供全权管理服务。

一般投资人，尤其是美国和欧洲投资人，对 ELP 基金结构非常熟悉，因此 ELP 基金结构仍然是私募股权投资的普遍选择，融资亦较为容易。

使用 ELP 基金结构的缺点主要集中在成本上。由于该结构本质上是一种合同安排，ELP 基金的构成文件，即有限合伙协议，均开放供投资人谈判的空间。此外，投资人也可以通过补充协议 (side letter) 的方式单独谈判要求优惠条款。因此，最终所涉及的法律费用可能高于预期。

开曼 SPC

公司制结构在中国基金发起人和金融机构中更受欢迎，最近在封闭式基金中也变得更普遍。开曼 SPC 对于希望投资特定项目的发起人特别有吸引力，因为其结构允许特定的项目、投资策略或投资的代币类别被放在单独的 SP 下。当每个 SP 都有一个单独的项目，这就允许基金投资人选择参与哪些项目，而不需要将其全部投资额放在同一个盲池中。

随着基金获得新的投资机会，基金可以直

接在其项下设立新的 SP，具成本效益。而且，每个 SP 都能够将其资产和负债与所有其他 SP 相隔离。一般来说，由于公司制结构的构成文件（即公司章程细则）不太容易进行谈判和修改，因此成立成本较低。

然而，公司制结构可能不太适合封闭式基金惯例中的概念。资本承诺和出资可能无法与公司发行股份相一致，例如，公司是否在全额支付的基础上发行股份，并将资本承诺和出资作为合同义务，或者是否将股份发行与出资联系起来，即在部分支付的基础上发行股份。这意味着起草基金文件在概念上将更加复杂，因此有可能会增加法律费用成本。

结语

根据我们的市场观察，现时基金发起人更流行使用 BVI Approved Manager 作为其设立的数字资产基金管理人。然而，随着更多香港持牌

法团向香港证监会就第 9 类受规管活动牌照提升申请成功，我们预计日后会看到更多由香港持牌法团担任数字资产基金管理人的基金结构。

投资数字资产的基金代表了投资基金领域的一个新发展，基金发起人采取哪一项基金结构主要取决于基金发起人对于运营封闭式基金和开放式基金的经验和熟悉程度以及各具体项目商业上的综合考量，而将其纳入传统的基金设立框架亦需要具备对相关领域有充分了解和知识的专业团队合作。

我们的团队与不同的基金管理人和金融机构紧密合作，在基金设立方面，具有丰富经验。不论客户根据其自身需求选择哪一种基金组织形式，我们仍将贯彻原则性与灵活性并重的方针，为客户提供个性化的合适服务。如对基金设立有任何疑问，欢迎随时与我们团队联系。

张至瑾 合伙人	电话： 852-2167 0038	邮箱地址： zhangzhj@junhe.com
王维巍 顾问	电话： 852 2167 0039	邮箱地址： davidwang@junhe.com
江嘉宏 律师	电话： 852 2167 0019	邮箱地址： kkong@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

