



香港办事处呈送 2018年10月

卢森堡成为私募股权和房地产投资从亚洲通向欧洲的枢纽

概要

本简报总结了全球和亚洲地区的资产管理人、公司、金融机构和机构投资者在私募股权和房地产投资领域的最新趋势，并从筹资和投资两个角度阐述他们利用卢森堡投资工具和平台的方式。

多年以来，卢森堡一直将其自身定位为全球资产管理人和投资人进入欧洲市场开展私募股权和房地产（PERE）投资的首选欧洲辖区。

知名的亚洲投资人和管理人一直在利用卢森堡工具投资欧洲项目，并在卢森堡大公国建立投资平台，扩大业务覆盖地区，变得越来越活跃。

在本简报中，我们将与您分享上述最新动态，尤其关注两种专为 PERE 投资设计的不受监管的投资工具，即，特殊有限合伙公司（SLP），一种受盎格鲁-撒克逊有限合伙企业形式启发的组织结构，以及储备型另类投资基金（RAIF），一种与已经完善的卢森堡受监管另类基金结构如特殊投资基金（SIF）相类似的投资工具，但 RAIF 不受监管。

概览

纵观 2016 年，中国海外并购交易总额创下新高，单欧洲地区的投资总额便达到 765 亿美元，总共涉及百余项交易，包括中国化工集团公司收购先正达公司（Syngenta AG）和倍耐力公司（Pirelli SpA）、腾讯收购 Supercell 公司、苏宁集团收购国际米兰足球俱乐部（Inter Milan）、中欧体育投资管理长兴有限公司收购 AC 米兰俱乐部（AC Milan）等一系列标志性并购交易。

除此之外，韩国、中国和香港地区的企业集团，如斗山集团（Doosan Group）、复星国际（Fosun International）与和记黄埔（Hutchison Whampoa）等，最近达成多项重大兼并，成功占领欧洲各大报刊新闻头条。

在过去的 2016 年以及 2017 年上半年里，欧洲房地产和基础设施市场也见证了破纪录的亚洲资本流入，这些主要来自中国（中国投资有限责任公司）、新加坡（丰树集团和普洛斯公司）和韩国（韩国政府投资公司）的资本在法国、德国、意大利、挪威和英国等国一举拿下数笔兼并交易。

这些兼并交易中的大多数有一个共同点，那就是利用了卢森堡投资平台。

卢森堡已经成为亚洲投资人和资产管理人针对欧洲目标资产构建私募股权和房地产交易的枢纽，详见下文分析。

除了标准的欧洲并购交易结构（通常涉及在卢森堡设立特殊目的工具）之外，亚洲投资人和资产管理人正积极在大公国设立另类投资基金，并准备向欧洲投资人筹集资金，详见以下各部分。

借助卢森堡这一枢纽在欧洲构建 PERE 投资项目

按惯例，亚洲的投资人和资产管理人在构建国际投资项目时重度依赖在开曼群岛或英属维尔京群岛等辖区设立免税离岸公司。这些工具的优势包括：投资人、资产管理人及其法律顾问（尤其是在安格鲁-萨克逊地区）对这种工具非常熟悉，他们成本低，易于设立公司，而且还免税。因此，亚洲投资人和管理人在集中投资人的权益和控制 PERE 投资结构时，这些工具成为他们的默认选项。但是，这些投资工具需要与位于在岸辖区的中介公司一同使用，以在来源国符合有关双重征税的条约和协定，并减少潜在的预提税——事实上，由于离岸公司已经免税，因此无法享受双重征税协定所带来的好处。

但是，全球税收环境在 2008 年金融危机后发生了变化，对税收结构和转移定价产生重大影响。尤其是经济合作与发展组织（“经合组织”或“OECD”）制定的税基侵蚀和利润转移（“BEPS”）行动计划（其关注一致性、透明度和业务实质性）从根本上改变了国际投资的组织方式。另外，根据 BEPS 第 6 项行动（滥用协定），那些仅仅为了符合双重征税协定而设立的中间控股公司不再享有优惠，并且，如果这些中间控股公司免于缴税，根据第 2 项行动，受控外国公司（CFC）立法使得它们的税收变得透明。根据第 13 项行动的要求，国与国之间的透明度不断提升，并且根据第 5 项行动和第 12 项行动可以预见到税务部门之间的信息交换将更加深入，这些改变使得投资人所在国家的税务部门能够更有效地对所有收入进行征税。最后，第 8 项行动至第 10 项行动中包含的新转移定价规则确保那些 (i) 不承担充分风险，(ii) 不履行充分职能，且 (iii) 不维持充分业务实质的公司不再被视为投资收益的实益所有人，而仅仅是名义所有人或代理人，因此无法为其自身索求税收协定的优惠待遇。

这些措施直接影响了上述传统离岸投资模式，这种模式容易受到税务部门的质疑，并可能最终导致低效的税收结构。

亚洲 PERE 行业似乎已考虑到这种范式的改变，逐渐采用新的实践方式，并修改法务和税务的结构设计。因此，卢森堡等在岸辖区应运而生，成为从亚洲进入欧洲开展国际 PERE 投资的替代方案。

这背后的原因是卢森堡提供了多种多样受监管或不受监管的投资工具，以及稳定的法律和税收环境。另外，更关键的是卢森堡拥有双重征税协定网络，其涵盖超过 70 份有效的双重征税协定（包括中国大陆、中国香港、日本、新加坡和韩国等）。与卢森堡国内针对 PERE 投资所实施的具有吸引力的税收制度相结合，这些协定通常考虑到整个投资结构中存在的税收漏损最低限额。因此，最近涉及亚洲投资人收购欧洲资产的大量交易都是通过卢森堡实

体来操作，比如通过公司或合伙企业形式，具体采用哪种形式取决于交易的特征。

不过，需要注意的是，根据 BEPS 行动计划第 6 项行动，卢森堡或其他辖区的公司仅可在其能够证明没有滥用协定的前提下才能要求双重征税协定的优惠待遇。为此，现有的税收协定中可能通过 BEPS 行动计划第 15 项行动提供的多边协定引入不同的规定，例如主要目的测试或优惠待遇限制测试或者两者同时进行。就主要目的测试（欧洲辖区多数实施该测试）而言，公司必须证明其主要目的不是获得协定的优惠待遇，而是为了真实的业务目的在其辖区内设立该公司。同时，《欧盟母公司-子公司指令》也包含了类似的反避税规则，为了使得欧盟的子公司产生的收益免于征税，欧洲的母公司通常会依赖该规则。另外，BEPS 行动计划的第 8 项行动至第 10 项行动要求公司履行充分职能、承担充分风险，并且因此维持充分业务实质（包括充足资本）以履行这些职能并承担这些风险。

在实践中，这意味着这类公司必须首先能够证明其因为真实的业务原因而在特定辖区内设立公司并存续。值得提及的是，多数时候很难证明位于多个辖区的多级公司是为了税收之外的其他原因而存在。因此，最好在同一个辖区内同一个平台下集中所有公司。另外，公司必须在该辖区内履行特定职能并承担相关风险。取决于投资的性质和规模，这要求公司自行维持人力资源和技术基础设施。一般来说，除了建立一个稳健的当地高效管理结构之外，还可以向公司外包特定的行政职能（如会计、人力资源管理），并向其提供适当的股权资金。

投资人和管理人因此经常选择卢森堡作为实施欧盟投资的枢纽：在任何情况下，多数时候都需要一个位于欧盟地区的控股公司，并且卢森堡作为国际金融中心（语言、专有技术、地理位置、必要的金融机构和服务提供商）通常可以证明在卢森堡设立公司的目的主要是出于商业原因。转移至卢森堡公司的集团职能很容易在卢森堡开展，并且因为存在各种各样的解决方案，在维持必要的业务实质时通常不会遇到阻碍。如果汇集投资人利益的基金也是在卢森堡设立（见下文），这种结构可能会更加稳健。毋庸置疑，由该基金和一家或多家投资公司组成的平台具有更高的成本效益，也就能够开展更多的投资项目。

鉴于上述分析，全球投资人和管理人正重新考虑对独立（离岸）投资工具的利用，因为这种工具通常缺乏必要的经济实质，所以无法使得在税收中立或免税环境中开展的大规模运营正当化，也无法基于税收之外的原因将其在税收中立的在岸辖区的工具进行迁移。

从亚洲资产管理人和投资人的角度来看，他们通常依赖独立的离岸投资工具，但现在开始关注新的替

代工具，例如卢森堡平台，其不仅保证了在岸环境的灵活性和税收中立性，而且提供了适合开展欧洲投资的长期稳健的结构。

另类投资基金在卢森堡逐渐发展起来；AIFMD 合规和通行证

卢森堡大公国能够成功吸引亚洲管理人的另一个原因是，除了提供稳健的投资工具之外，它还提供了向欧洲投资人进行分销和筹资的解决方案。

随着欧洲地区针对另类投资基金实施了一系列规则，尤其是欧洲议会和理事会在 2011 年 6 月 8 日颁布的《另类投资基金管理人指令》2011/61/EU（“AIFMD”），对于希望向位于欧洲的专业投资人提供另类投资产品的所有市场参与者来说，它们对在岸投资工具和管理人的需求的确增加了。AIFMD 首次提出了欧洲管理人必须满足的一般要求，以保护投资人并降低 2008 年金融危机暴露的某些系统性风险。最重要的是，从市场营销的角度来看，为了利用国内私募规则（“NPPR”）（如适用）、AIFMD 报告要求，以及能够使得管理人在整个欧盟销售基金的通行证（“AIFMD 通行证”），AIFMD 还规定了一套需要遵守的最低要求。

作为首个全球跨境资金中心，卢森堡管理的资产总额仅次于美国，并且数十年来，卢森堡一直吸引着传统和另类投资基金管理人。卢森堡的立法机构非常欢迎 AIFMD，并且做出战略决定，通过引入新的投资工具使其另类基金结构工具箱更加现代化，详见下文论述。

对于习惯了离岸结构的灵活性和高效性的管理人来说，他们也能够卢森堡这个符合 AIFMD 规定的在岸国家找到几乎同等的不受监管的投资工具，而这一点已经被证明非常关键，吸引了那些通常管理监管松懈的离岸基金的亚洲基金管理人，因为他们开始放眼全球，关注欧洲的机构投资者，希望扩充其投资人组合。

在这方面，最重要的几个卢森堡工具，例如特殊投资基金（“SIF”）、风险资本投资公司（“SICAR”）、储备型另类投资基金（“RAIF”）或特殊有限合伙公司（“SLP”），完全符合 AIFMD 的要求，从而基于 NPPR（如适用）在欧洲销售产品，并且可以通过任命一名获得正式执照的另类投资基金管理人的方式享受到 AIFMD 通行证带来的好处。另外，愿意依赖 NPPR 的人应该知晓(i)基金必须满足 AIFMD 中的核心要求，尤其是有关报告、控制权和资产剥离的要求，(ii)基金及其管理人和代表所在的辖区必须已经与分销所在国家签订 AIFMD 谅解备忘录（“谅

解备忘录”），且(iii)必须遵守分销所在国的通知或授权程序。

如上文所述，AIFMD 向正式授权的另类投资基金管理人（“AIFM”）授予在整个欧洲经济区根据一套简易的通知程序（即 AIFMD 通行证）向非散户投资人分销其管理的基金的权利。因为 AIFMD 护照当前仅向欧洲管理人和设立于欧盟的基金提供，所以 AIFMD 通行证已经被证明是决定卢森堡作为另类基金枢纽是否具有吸引力的因素。为了应对 AIFMD 的要求以及英国脱欧等外部因素（在某种程度上），大量管理人的确已经选择卢森堡作为基金设立地，并在卢森堡任命基金管理人，因此，他们从 2013 年起就开始享受 AIFMD 通行证的优势。

总之，位于欧盟之外的 AIFM，如亚洲管理人，可能现在还无法直接享受到 AIFMD 通行证的好处，但是，如果想要进入欧洲市场，有两个解决方案：(i) 依赖 NPPR，或(ii)在欧洲设立基金，自行或任命第三方为获得正式执照的欧盟 AIFM。

亚洲管理人常用的模式是在卢森堡设立投资工具并任命当地的第三方服务提供商作为其在欧盟的 AIFM，而该 AIFM 反过来再将资产组合的管理工作委托给亚洲管理人。如果亚洲管理人所在辖区与分销所在欧盟成员国之间没有签订 AIFMD 谅解备忘录，则可以将亚洲管理人任命为 AIFM 的投资顾问（而非投资管理人）。目前，中国大陆的基金分销人普遍采用这种标准模式。

在上文中，我们已重点分析卢森堡如何因为全球范围内的税收范式转变以及欧盟对于另类基金分销加紧监管的趋势而成为设立业务实质和搭建欧洲投资平台的首选辖区。在下文中，我们将重点阐述卢森堡的一些投资基金结构（如 SLP 和 RAIF 结构）已经与安格鲁-萨克逊投资工具越来越相近。

卢森堡特殊有限合伙企业—开曼基金的在岸替代方案

鉴于 AIFMD 于 2013 年在卢森堡正式实施，立法机构重新审视了现有的卢森堡有限合伙制。此举的目的是让有限合伙制现代化，并提高卢森堡在另类投资领域的地位，而且这个领域的管理人虽然习惯了安格鲁-萨克逊工具类型，但希望找到可以替代开曼和类似离岸工具的方案。

立法变化导致普通有限合伙制（“CLP”）的法律框架发生全面彻底的改革，同时引入了新的特殊有限合伙工具（“SLP”）。CLP 的现代化大大满足了投资基金行业对于更大灵活性的需求，而对于基金发起人和资产管理人来说，真正改变规则的是 SLP，SLP 为另类投资基金（无论是否受监管）、

合资企业和特殊目的工具提供了新的结构建立方案。

SLP的主要优势是，它不仅拥有来源于普通法合伙类型的法律特征，还处于在岸环境中，因此符合欧洲AIFMD法律框架。

SLP的特征几乎完全是由其有限合伙协议决定的，此协议中的法定条款被减到最少。因此，在内部管理、合伙人之间的表决权和利润分配、发行合伙权益（以证券或资本账户形式）、债务融资、出资额返还和合伙企业解散等方面保证了高度的契约自由度与灵活性。就灵活性而言，在某些方面，卢森堡SLP甚至比等同的离岸工具还要灵活一些。例如，SLP经签署有限合伙协议即可设立，后续向卢森堡贸易和公司注册处进行的登记只是完成必要的手续，如果是向地方注册处进行登记则更加宽松，而且SLP无需进行年度收益备案，但开曼和根西岛有限合伙企业仍需要备案。卢森堡SLP的另一个明显特点是分配不受任何限制。在开曼豁免的有限合伙企业在向其有限合伙人分配时，如果该实体发生资不抵债并且有限合伙人知晓其发生资不抵债，则需要相关付款或分配发放之日起六个月期间内遵守加税补偿规则。SLP不受这些限制。

在保密方面，SLP无需向公众披露有限合伙人的姓名以及未出资的认购额，甚至合伙企业的组织文件也可以以节选的形式向卢森堡贸易和公司注册处备案。

另外，卢森堡税务管理部门和北京多数税务部门对SLP采取详尽核查的方式，保证了总体的税收透明度。虽然资本会计对于处理复杂融资必不可少，但也能应用于SLP中，因为相关法律允许SLP为合伙人设立资本和/或贷款账户，以替代向合伙人发行证券的方式。

值得注意的是，SLP因此可被视为欧盟另类投资基金，可根据NPPR在整个欧盟销售，而且普通合伙人可以通过任命符合AIFMD要求的AIFM（也可以是普通合伙人本身）的方式立即获得AIFMD通行证。相比传统离岸工具，SLP结构可在管理人认为适当或必要时使其获得AIFMD通行证，这是SLP的一大重要优势。

作为大陆法系和普通法系两大法系之间的桥梁，SLP成为曾经在亚洲投资人和管理人中间流行的离岸有限合伙制的在岸替代方案。

储备型另类投资基金——不受监管的卢森堡另类投资平台

正如我们在上文指出的，AIFMD在欧洲引入了统一的管理人法规，事实上创造了全新的欧洲投资基金秩序，因此，另类投资基金要么必须遵守产品和

管理人两个层面的法规，要么仅遵守AIFM法规。尽管其他受监管的投资基金方案（如SIF或SICAR）非常适合，并且被国际投资人和管理人广泛使用，但是卢森堡立法机构意识到市场参与者不再认为必须进行产品监管，因此，监管模式从传统的两级监管（同时监管管理人和基金）转变为一级监管（仅关注AIFM，不再关注基金）。

因此，在2016年秋季，卢森堡基金市场迎来了一个全新的投资工具：储备型另类投资基金（“RAIF”）。

RAIF框架的关键特征之一是其灵活性，即，有可能创造出一个在所有方面与SIF或SICAR类似的基金，这个基金由严格限制用途的子基金组成，完全符合AIFMD的规定并且获得了AIFMD通行证，也不受卢森堡金融监管委员会的监管。因此，RAIF在发布新基金时的上市时间大大缩短。为了享受RAIF法律框架的好处，RAIF必须任命一名拥有正式执照的AIFM。这意味着，不同于SLP，如上所述，SLP可以选择任命一名拥有正式执照的AIFM，从而符合AIFMD的规定并获得AIFMD护照，而目前在欧盟以及将来当AIFMD覆盖非欧盟国家以及这些国家的管理人时，RAIF必须任命一名AIFM。

值得提及的是，所有卢森堡公司、合伙企业和契约型法律形式均可设立RAIF，包括选择可变资本（开放式）或固定资本（封闭式）结构。RAIF可以采用上文所述的SLP形式设立，从而享受SLP体系的灵活性。

从税收的角度来看，RAIF可以选择适用于SIF的体系（即，按照其净资产价值缴纳0.01%的年度认购税），或者按照适用于SICAR的规则完全承担纳税义务（合格的风险资本收入和收益除外）。

类似于SLP，对于在开曼群岛或英属维京群岛设立的传统离岸基金来说，RAIF也是强有力的在岸替代方案，其拥有AIFM通行证带来的营销优势，以及卢森堡基金在欧洲和机构投资者当中享有的更强的跨境适销性。

对亚洲管理人构建欧洲投资架构或分销的展望

亚洲资产管理人，尤其是关注另类投资的管理人，正逐渐在传统的国内/区域市场之外启动项目，以实现投资组合多样化，获得更高的回报。

亚洲投资人在制定走向国际市场的战略时，通常认为欧洲市场是关键市场，而且经常将卢森堡视为实施该战略的最佳衔接辖区。

因此带来的必然结果就是欧洲投资人对于关注亚洲的产品和/或由亚洲管理的产品产生越来越强烈的兴趣，尤其是当中国经济向海外投资打开大门，以及

亚洲资产管理人在市场中的受认可度和声誉不断提升之后不断加强。

在向投资人和管理人提供投资工具和平台时，卢森堡始终认识到它们的两面性。我们相信在岸结构和设立业务实质的趋势将持续下去，卢森堡作为优异的 PERE 中心将直接从中受益。



Stephane Karolczuk, 郭志浩，
出任 Arendt & Medernach S.A.
合伙人及香港办公室负责人，自
2009 年香港办公室成立于香港
注册为外国律师（卢森堡）。

联系方式：

Stephane Karolczuk

投资管理

合伙人，Arendt & Medernach S.A.

香港办事处负责人

电话：+852 28 01 58 08

邮箱：stephane.karolczuk@arendt.com

Pierre Beissel

公司法 并购 私募股权 房地产

合伙人，Arendt & Medernach S.A.

电话：+ 352 40 78 78 262

pierre.beissel@arendt.com

Alain Goebel

税务

合伙人，Arendt & Medernach S.A.

电话：+ 352 40 78 78 512

alain.goebel@arendt.com

欢迎关注我们的微信公众号：



本简报向读者提供涉及其业务相关话题的想法和信息。
但是，本简报并不构成法律意见，也不能代替任何实际
事项之前所需与法律顾问进行的协商。