



Loeb Smith

British Virgin Islands | Cayman Islands | Hong Kong

Legal Insights

开曼群岛的代币化投资基金：新优势与旧规则

2026年3月

引言

一段时间以前，在开曼群岛，资产代币化在投资基金领域已不再处于实验阶段。最初，代币化或许只是在区块链上代表权益的小众尝试，但如今，主流发起人越来越多地将其视为扩大分销渠道、减少行政摩擦以及（至少在理论上）提高二级市场流动性的有效途径。

开曼群岛已采取务实的举措，明确指出，结构合理的代币化基金权益本身并不触发虚拟资产服务提供商（VASP）监管。此前，VASP监管一直处于灰色地带，因此各方采取了谨慎的态度。请参阅我们此前关于此进展的更新。

这消除了一个非常重要的不确定性（尽管在撰写本文时，仍有更多修改方案被提出）。然而，这并没有回答一个或许更为重要的问题：代币化如何与传统的基金治理和融资原则相协调？

代币化——应用案例

代币化基金本质上是一种投资基金，其权益（无论是参与股份还是有限合伙权益）均采用分布式账本技术进行发行、记录或表示。该基金的投资目标和投资策略无需与金融科技或区块链存在任何其他关联。专注于房地产、私募信贷、私募股权/风险投资和基础设施项目等传统资产类别的投资基金，其权益均正以代币化形式发行。

从治理角度来看，代币化的难点在于，投资基金结构中的大多数法律风险并非源于基金所投资的资产本身，而是源于投资基金、投资管理人和基金投资者之间的关系，以及发行文件中规定的各种权利、义务、自由裁量权、限制和披露事项（这些文件以投资基金的章程为基础）。

尽管代币化具有其他优势，但它并不能消除这些问题。然而，根据所采用的代币化类型，这些问题需要以不同的方式表达和处理。目前有两种代币化模型占据主导地位：“数字收据模型”和“原生代币模型”。

数字收据模式与原生代币模式——治理影响

在“数字收据”模式下，代币是对投资基金中传统权益的数字化表示，例如代币化的参与股份或代币化的有限合伙权益。法律记录和“唯一信息来源”（与非代币化基金一样）仍然是成员名册或有限合伙人名册，通常由基金管理人维护。

在“原生代币”模式下，代币本身即为法律权益，所有权的最终记录保存在区块链账本上，而非管理人的数据库中。从基金治理的角度来看，这两种模式存在实质性差异。

在数字收据模式下，实质和实践层面几乎没有变化。任何参与股份的转让，在允许的范围内，仍需遵守基金章程中的转让条款。与非代币化基金一样，仍需获得同意，任何为个别投资者提供定制条款的补充协议也将以相同的方式运作。基金的普通合伙人或董事会仍需行使相同的自由裁量权，并继续履行相同的信托义务和合同约束。从法律角度来看，基金权益的代币化在很大程度上只是表面功夫，虽然它可能改善用户体验，但并不会取代现有的框架。

原生代币模型对这种传统方法提出了实质性的挑战，或许正因如此，迄今为止，数字收据模型仍然是首选方案，因为它虽然采用了区块链技术，但仍然给人以熟悉感。然而，如果代币本身就是权益，那么关于认购、转让、暂停、补充协议、赎回（如有）以及义务执行的规则，必须在一定程度上体现在代币架构或支撑它的智能合约中。这样做的难点在于，许多以前模糊不清或需要自由裁量的问题，现在必须以非此即彼的方式处理。例如，大多数基金文件在起草时都特意留有一定的灵活性，甚至在很多情况下留有模糊性，以便赋予普通合伙人或董事会一定的自由裁量权。它们使管理者能够应对那些难以预料的棘手现实情况。

例如，开曼群岛典型的封闭式私募投资基金的有限合伙协议条款通常会禁止在未事先获得普通合伙人同意的情况下转让合伙权益，而这种同意几乎总是由普通合伙人酌情行使。然而，尚不清楚这种酌情权如何在链上落实。如果代币的设计允许自由转让，则意味着核心治理控制权的丧失。如果除非获得授权，否则转让在技术上会被阻止，那么该系统本质上仍然是中心化的，只不过包装更加复杂而已。

同样的问题也出现在开曼群岛的投资基金必须对所有投资者进行反洗钱和“了解你的客户”（KYC）审查的情况下。如果基金权益可以在链上实时自由转让，如何才能有效地完成这些审查呢？

类似的问题也出现在违约以及对投资者行使合同救济措施方面。再次强调，这些决策很少是非此即彼或机械式的。它们受多层合约条款的约束，并且在实践中，需要依靠判断和基于风险的方法。将整个框架编码到智能合约中并非简单的技术操作；它关乎治理的选择，即哪些决策自动化，哪些决策保留自由裁量权。

基金融资——代币化问题

在基金融资，尤其是认购融资的背景下，这些问题显得尤为突出。认购融资的设计初衷是“向上看”的；贷款方的信用分析重点不在于基金的资产，而在于投资者出资承诺的法律效力，以及基金在到期时能否有效催收，以确保利息支付和本金偿还。

从贷款方的角度来看，关键问题不在于权益是以凭证、基金登记册上的条目还是账本上的代币来表示，而在于贷款方能否获得基金对投资者权利的可靠保障，以及在违约情况下，这些权利能否得到快速且可预测的行使。

在数字收据模式下，分析基本遵循传统方式，因为如上所述，代币不会取代传统的法律体系。登记册仍然是投资者的最终记录。资金催收机制也仍然按照发行文件中的规定执行。担保权益取代了基金的常规权利（即募集资金的权利、收取出资的权利以及对违约投资者采取补救措施的权利）。从完善和执行担保权益的角度来看，“代币化”在某种程度上无关紧要。它可能会影响向投资者呈现信息的方式以及他们看待投资的方式，但并不会改变贷款人真正依赖的权益。

原生代币模型更具挑战性。如果代币是法律权益，贷款人必须详细了解该代币如何承载募集资金的义务，以及如何和何时执行该义务。需要考虑的直接问题包括：

智能合约能否在发生违约时自动阻止资金转移？

智能合约能否自动重新定向分配？

执行这些权利是否仍然需要传统步骤，例如送达法定要求以及普通合伙人或董事会行使合同酌情权？如果是，贷款人将回到熟悉的法律程序中，但需要应对额外的技术层面。

我们还注意到，二级市场流动性与认购融资之间存在着天然的矛盾。认购机制通常会限制投资者未经贷款人同意的转让，而且往往仅限于特定类别的资产，违约投资者将被禁止转让。其商业上的合理之处在于，贷款人会基于经过筛选的特定投资者群体来承销认购融资，这些投资者都已完成完整的信用审核流程。而可自由转让的代币则直接打破了这一模式。实际上，无论是否存在二级市场参与，贷款人都可能坚持在代币机制或底层智能合约中写入严格的转让控制条款，或者保留对原始投资者的完全追索权。

结论

实际上，更为保守的数字收据模式与现有的治理框架和基金融资结构更为契合。管理人仍然掌控着登记册。普通合伙人或董事会仍然掌控着资金的接收、转移和入驻流程，从而确保符合反洗钱/了解你的客户（AML/KYC）规定。贷款人仍然享有可识别的合同权利作为担保。代币成为一种分发和记录工具，而非法律权威。它融合了新兴金融科技，对许多人来说极具吸引力，但同时又保持了人们熟悉的舒适感。

原生代币模式或许最终会发展成熟，成为贷款人愿意按照其自身条款进行承销的工具。但这需要的不仅仅是完善立法或开发更复杂的智能合约。它需要对基金文件和信贷结构进行重新设计，以便将自由裁量权、执行力和争议解决机制与链上机制有机地整合起来。投资的形式或许正在演变，但商业风险、信用风险以及管理这些风险的法律却不会改变。

本文无意取代具体的法律建议或法律意见。如果您需要有关本法律更新中讨论的事项的进一步建议，请与我们联系。我们很乐意提供协助。

合伙人: **Robert Farrell**

E: robert.farrell@loebsmith.com

Robert 是公司、基金及金融团队的合伙人。他拥有丰富的经验，涵盖投资基金、银行及金融（包括贷款方和借款方）、并购（包括跨境并购、合资企业、收购、重组和私募股权）。此外，他还就监管义务和虚拟资产服务提供商 (VASP) 法规、证券和投资业务法规以及经济实质和反洗钱/了解你的客户 (AML/KYC) 等关键事项为客户提供咨询。



SERVING CLIENTS GLOBALLY





[关于Loeb Smith Attorneys](#)

Loeb Smith是一家离岸公司业务律师事务所，在英属维尔京群岛、开曼群岛和香港设有办事处。律师团队曾为众多国际公司、投资和融资交易就开曼群岛法律和BVI法律提供出色的法律咨询服务。我们的团队在合伙人的主导下，以具有竞争力的价格为客户提供优质的专业法律服务，并为投资基金管理人、内部法律顾问、金融机构、在岸法律顾问、银行、企业和私人客户解决其日常问题以及复杂的战略性问题提供过诸多成功的解决方案，在此方面经验丰富，业绩辉煌。

企业
投资基金
银行与金融
区块链技术、金融科技与加密货币
破产重组与企业恢复
兼并与收购
资本市场与私有化
私募股权与风险投资
知识产权

诉讼与争议解决
保险与再保险
网络安全与数据隐私
私人财富与家族办公室
治理、监管与合规
企业服务与清算
物流、航运与航空
房地产与基础设施
能源与资源