

EB-5 投资资金的再投资标准和指南

本白皮书由下列律所联合发布：

Klasko Immigration Law Partners, LLP

Arnstein & Lehr LLP

Jeffer Mangels Butler & Mitchell LLP

本白皮书为建立新商业企业（“NCE”）进行再投资的标准和指南提出了一个法律框架，NCE 的投资资金来源于投资人（“EB-5 投资人”），根据《移民及国籍法案》（“INA”）（《美国法典》第 8 编 § 1153 (b) (5)）第 203 (b) (5) 节对 EB-5 投资移民项目（“EB-5 项目”）的规定，该投资人可以通过投资 NCE 获得移民签证。本白皮书假设 NCE 的初始投资是投入到就业创造企业（“JCE”），JCE 按照美国公民及移民服务局（“USCIS”）批准的商业计划书使用这笔投资资金，并会在一名 EB-5 投资人创造 10 个就业岗位后由 JCE 返还给 NCE。我们认为符合本白皮书所述指南的 NCE 再投资可体现遵守 USCIS 政策、证券法律以及 NCE 普通合伙人或管理人的受托责任的¹最佳行业实践。

有必要进行 EB-5 投资资金再投资的原因

由于申请 EB-5 移民签证的 EB-5 投资人数量大幅增加，尤其是来自中国的投资人，因而，近几年来 EB-5 行业发生了巨大的变化。EB-5 项目在每个财政年度向外国投资人及其配偶和符合条件的子女提供最多约 10,000 个签证名额。如果申请人数量超过签证的最大限额，美国国务院签证控制与报告办公室（“签证控制办公室”）会将每个国家的申请人数量限定在每个财政年度的 EB-5 移民签证总数的 7% 以内（“签证配额”）。全球范围内的签证配额直至 2015 财政年度达到上限。同时，大约自 2010 年以来，来自中国大陆的申请人已超出申请人数的 80%。在 2015 财政年度，签证控制办公室宣布达到全球年度配额，从而对来自中国的申请人设置一个“截止日期”，因此，获批 I-526 外国企业家移民申请表（“I-526 申请表”）的申请人，在申请人“优先日期”（I-526 申请表提交日期）早于公布的截止日期时方可继续申请有条件永久居民（通过移民签证处理或身份调整）。在签证控制办公室发布的截至 2017 年 7 月《移民排期表》中，来自中国大陆的 EB-5 投资人的“截止日期”为 2014 年 6 月 8 日。预计在不久的将来“截止日期”会逐渐提前。因此，对于来自中国大陆的 EB-5 投资人（除非其在移民过程中共同申请的配偶来自于中国大陆以外的区域）而言，将会出现移民签证的延迟处理或调整身份申请。由于来自中国大陆 EB-5 投资人的申请数量，预计 EB-5 投资人在开始其两年期的有条件居留期前，会自 I-526 申请表提交日期起，延迟最长 10 年（包括约 24 个月的 I-526 申请表审理、随后为投资人获得移民签证或身份调整前约 7 年的等待期，以及投资人进入美国后开始有条件居留期之前的约 6 个月期间）。

按照近期根据 2017 年 6 月 14 日《政策指南》（“《政策指南》”）更新的现行 USCIS 政策的规定，每位 EB-5 投资人需将其在 NCE 中的投资资金“处于风险中”，直至 EB-5 投资人以有条件居留身份在美国待满两年，该两年期自 EB-5 投资人进入美国之日或如果投资人已持有其他签证居留美国需进行身份调整之日起计（下称“维持期”）。由于中国大陆 EB-5 配额的排期影响，EB-5 投资人需将其在 NCE 中的资金“处于风险中”达到或超过 12 年，包括开始有条件居留身份的预计 10 年等待期和 2 年的有条件居留身份期间。由于大多数 EB-5 项目设计为 NCE 向 JCE 发放五年期的贷款，因此，大多数 NCE 需要具备一项适当的再投资策略，从而确保在 JCE 向 NCE 偿还初始贷款之日后且直至 EB-5 投资人结束其维持期之日仍符合“处于风险中”的要求。即使对于那些非中国大陆的投资人来说，在其维持期结束前，尤其是自从在创造了所要求的就业岗位后可以偿还贷款起，甚至是在贷款到期日之前，其投资资金也

可能需要进行再投资，则此类非中国大陆投资人也需要再投资策略。

有关维持 EB-5 投资“处于风险中”的法律和政策

投资“处于风险中”这一要求参见《美国联邦法规》第 8 编 § 204.6 (j) (2)。该项规定要求投资本金处于风险中，从而使投资本金产生的收益也处于风险中。

判例 *Matter of Izummi*, 22 I&N Dec.169 (1998) 通过禁止投资本金的保证收益和无条件契约性的担保还款而加强“处于风险中”这一要求。

综合来看，法律（规定和判例）不允许再投资是把投资资金投入任何提供保证收益和无任何损益的投资工具中，包括由联邦政府担保的账户或证券。

USCIS 于 2017 年 6 月 14 日修订了其《政策指南》，阐明了与投资人投资维持要求相关的各类政策问题。其中的三大要点如下：

1. 维持期结束后，即使未判定为移除 I-829 申请表的条件，仍可返还投资人资金。对于中国公民而言，指的是自 I-526 申请表最初提交日期后 10 年至 12 年的维持期。
2. 在整个维持期间，投资人进行的投资必须维持在“处于风险中”的状态。《政策指南》详尽地解释了新的“处于风险中”的标准，包括以“参与商业活动”和“在新商业企业的经营范围”的形式。
3. 在原就业创造企业创造必要的就业岗位之前或之后，NCE 可在对投资金额进行再投资，但必须在初始投资偿还后的合理期限内进行。

对于再投资而言，USCIS 未采用其之前使用的“处于风险中”的定义——无任何收益或损失风险。但是，对于为符合“处于风险中”这一要求而进行的再投资而言，USCIS 规定必须以“与参与商业活动相关”的方式进行再投资。虽然此项要求并未在任何移民法律、法规或政策备忘录中明确规定，但 USCIS 将参与商业活动解释为“货物或服务的交换”。

联邦法律在劳动法、反垄断法和商标法中以更为广义的方式定义了“参与商业活动”这一表述。这一表述多见于劳动法。例如，《美国联邦法规》第 29 编第 1620 节规定了在《公平劳动标准法案》(FLSA) 和《同酬法》(EPA) 中“参与商业活动”的用法：

“如同 FLSA，EPA 适用于员工“参与商业活动”。FLSA 第 3 (b) 节对“商业活动”进行了广义定义。其中包括州际和国外商业活动，不限于跨越州界线的运输或商业性质的活动。在若干州之间或在任何州及其以外的任何地方之间的移动、有形或无形的人或事（包括信息和情报的交流）的所有部分构成法定定义范围内的“商业活动”的移动。”

由于在现行联邦法律项下“参与商业活动”这一表述含义的广度，很难确定这一表述在 USCIS 《政策指南》中的确切含义。

由于现行联邦法律规定的“参与商业活动”这一表述含义较为宽泛，较难确定 USCIS 《政策指南》中这一表述的含义。

由于 USCIS 在《政策指南》中给出了示例，所以再投资应“在 NCE 的经营范围内”这一要求较为明确。

USCIS 具体给出了一个在 multi-unit residential construction loan 进行初始投资的 NCE 示例，并规定 NCE 可进行一项或多项类似贷款的再投资。此外，USCIS 还规定 NCE 可对新发行的市政基础设施债权进行投资，但此类投资应在 NCE 的经营范围内。

在 USCIS 给出的两个示例中都有一项要求，这项要求就是 NCE 合伙协议或经营协议授权 NCE 进行与其再投资在某些方面相类似的投资或再投资。但是，由于再投资要求不包括创造就业岗位，除非初始投资未达到创造就业岗位的要求，所以我们认为规定不要求再投资需在 NCE 初始投资的相同行业或地理位置进行。根据 USCIS 政策的规定，即使初始投资未达到创造就业岗位的要求，但只要投资人获得有条件居留身份，被视为实质性变化的再投资会对投资人造成不利影响。

虽然还存在许多有关 USCIS 如何确定再投资属于 NCE 经营范围的问题,但是总体来说,NCE 合伙协议或经营协议授权的任何形式的初始投资收益的再投资均应符合再投资应在 NCE 经营范围内的要求。

由于《政策指南》明确了满足就业岗位的要求后,这一条件不再适用于再投资要求,允许对不涉及创造新就业岗位的已完成项目或已设立企业提供贷款或进行再投资。这意味着再投资可以投入到有现金流动的现有企业中,相较再投资到其他开发型项目而言,降低了投资人的再投资风险。

《政策指南》还要求再投资需在一个“商业合理的时间”内。NCE 进行再投资之前,NCE 投入 JCE 的初始贷款或投资的返还没有明确的时间限制,但是 USCIS 声明硬性要求 NCE 管理人提前具备再投资项目或策略,从而避免时间要求冲突。

最后,USCIS 明确规定在创造了必要的初始 JCE 就业岗位后进行再投资时,再投资不得造成实质性变化。即使在创造就业岗位后进行再投资,如果是在投资人进入维持期后进行,则不存在实质性变化。实质性变化仅在创造就业岗位前和投资人进入维持期之前进行才会成为再投资的一个问题。

再投资涉及到的证券法要求和受托责任

NCE 进行的任何再投资还须符合联邦和州证券法的要求,NCE 的管理人或普通合伙人在代表 NCE 做出再投资决策前必须满足其对投资人应尽的受托要求。鉴于 NCE 进行的初始投资会在 NCE 的发行文件中完全向 EB-5 投资人披露,NCE 在初始投资返还时进行的再投资通常不会在 NCE 的发行文件中说明。这一点在很大程度上是由于 NCE 对保持一定的灵活性是较为谨慎的,目的是应对 USCIS 政策在遵守 EB-5 项目要求方面的必要变化。

在某些情况下,尤其是最近编制的发行文件,存在相同开发商和/或涉及相同项目的备用再投资贷款和/或投资的披露,如优先债务的再融资或扩充活动的出资。进行此类披露时,NCE 应根据发行文件披露的内容进行再投资,除非有充分理由不予遵守,则在此情况下,NCE 可能需在进行其他再投资决策前获得投资人的同意。但是,在没有进行 NCE 在初始投资后再投资的披露时,NCE 的普通合伙人或管理人面临若干与再投资决策相关的联邦和州证券法、以及受托责任通用标准方面的问题。此类问题汇总如下。

由于大多数 NCE 未具体确定使用初始投资收益进行的再投资的类型,存在是否需要投资人对联邦或州证券法律项下的再投资另行做出同意意见的问题。如果适用的 NCE 文件允许对管理人或普通合伙人选择的其他符合要求的投资项目进行再投资,且发行文件明确披露了投资人无权对再投资做出同意意见,则已充分符合证券法之目的。但是,投资人仍可能提出与再投资相关的披露水平不足,或管理人或普通合伙人未充分披露与再投资相关的利益冲突。虽然理论上可能会征得投资人对于 NCE 管理人或普通合伙人所选再投资项目的意见以规避此风险,但实践而言,获得赞成的同意意见(通常通过投资人多数票做出)较为困难或耗时。

NCE 的普通合伙人或管理人在确定投资决策是否要求普通合伙人或管理人属于联邦或州证券法规定的注册投资顾问(RIA)时也会出现证券法方面的问题。虽然存在一些进行 NCE 的一次性再投资决策是否会构成投资顾问业务行为的问题,但联邦或州证券法律中没有明确回答这一问题的具体机构。这就意味着 NCE 的普通合伙人或管理人在代表 NCE 进行再投资决策时将承担额外的风险。

此外,NCE 的普通合伙人或管理人对 NCE 投资人具有受托责任,负责进行再投资选择,这一选择应在符合“处于风险中”这一要求和保护投资人在维持期后获得其出资额收益的利益之间做到平衡。这就要求普通合伙人或管理人合理考虑进行再投资之时可选的若干再投资选择,并兼顾上述因素。此类决策可能会涉及到普通合伙人或管理人方面的利益冲突,普通

合伙人或管理人会通过向可为第三方产生更高回报率的更高风险产品为其自身、区域中心和潜在移民中介和经纪人（而非 NCE 投资人）谋取更高报酬。

为降低证券违法违规或受托责任索赔的风险，建议 NCE 的普通合伙人或管理人考虑引入独立 RIA 评估 NCE 可用的再投资选择，并向 NCE 推荐最适合 NCE 投资人的再投资选择。但是，此类决策可能会涉及到普通合伙人或管理人方面的利益冲突，也仍然会存在投资人提出普通合伙人或管理人违反其选择 NCE 所进行的再投资方面的受托责任风险。

再投资的透明度

保护 NCE 投资人的另一个关键要素是保障资金安全和向投资人提供透明的资金管理模式。这对于初始投资决策至关重要，对于再投资来说也很重要，因为投资人可能在不同日期有资格获得投资收益，而 NCE 在再投资期间进行付款的时间也不同。因此，建议 NCE 引入一个第三方资金管理人来跟踪 NCE 的所有再投资付款，对于投资人而言，满足投资人的时间要求和确保与进行适当付款相关的问题。

再投资的建议指导政策

基于新《政策指南》中的政策条款，鉴于移民法、证券法和适用的受托责任，我们建议 NCE 在初始投资返还后进行的各项再投资应符合下列指导政策：

1. 应将再投资事宜事先告知投资人，说明其投资资金将如何进行再投资，以书面文件的形式进行，其中说明所选具体再投资项目的原因、分析投资的步骤、包括独立 RIA 的审核、根据现行 USCIS 政策的规定当其有资格获得返还时再投资对投资人资金返还的影响、以及在再投资期间将如何监督和保护投资人资金。该份函件中可考虑下列因素：
 - (a) 一份目前进行的投资产品的新投资或组合的详细说明；
 - (b) 与再投资相关的伴随性风险；
 - (c) RIA 出具的分析投资适当性的独立报告；
 - (d) 进行投资决策所考虑程序的分析（包括是否要求或以其他方式寻求投资人的同意）；和
 - (e) 为满足“处于风险中”这一要求而进行的投资适当性的移民分析。
2. NCE 的管理人或普通合伙人所寻求的对某一投资项目的再投资应根据 USCIS 政策的规定，属于“NCE 的经营范围内”，这样也会将基于 NCE 在当时可用的再投资选择而使投资人可能面临的风险水平降到最低，同时也符合再投资资金用于“参与商业活动”项目这一要求；
3. 在现行政策的指导下，USCIS 可能不会批准将再投资资金存入银行账户或可售证券账户中，由于这类型的投资项目可能会被视为不属于“NCE 的经营范围内”，但 USCIS 可会批准将再投资资金用于与 NCE 初始发行文件中所述的贷款或投资类型类似的贷款或投资，或以资金池形式进行的此类贷款或投资；
4. NCE 的管理人或普通合伙人应寻求一种再投资选择，可使 NCE 按不同时间间隔向投资人返还其出资，从而使投资人满足维持期要求，并满足非中国投资人提前返还的需求，以及为符合维持期要求而预期延长中国投资人再投资期限的需求；
5. NCE 的管理人或普通合伙人应引入独立的 RIA，与其一同评审再投资选择，并从保护投资人资金的角度评估各项再投资选择的优劣；
6. NCE 应引入第三方资金管理人，在再投资期间向投资人提供资金追踪服务并保证资金使用的透明度；
7. 现有 NCE 应审核其现有合伙或经营协议，确定适用于 NCE 初始投资返还收益再投资的要求；和

8. 新的 NCE 应修订其发行文件，将澄清《政策指南》歧义方面存在的以上所有可能性纳入考量。

结论

我们认为从移民角度来说，本白皮书中提出的标准和指南符合 USCIS 对于维持 NCE 资金“处于风险中”的要求。通过雇佣具有资质的第三方来管理 NCE 的投资资金、监管投资资金以及管理在要求的维持期结束时投资项目清算并偿还 EB-5 投资人时支付给其的资金，此类标准还应该能符合联邦证券法的要求，以及 NCE 普通合伙人或管理人对 EB-5 投资人应尽的公司受托责任方面的要求。