

## 关于 1940 年投资顾问法新规的要点提示及相关案件进展

作者：罗敏 | 赵培 | 毛怡雯 | 方悦 | 贺书恒<sup>1</sup>

2023年8月23日，美国证监会（SEC）通过了1940年投资顾问法（Investment Adviser Act of 1940，以下简称“**投资顾问法**”）项下新规及修订案（以下合称“**新规**”），旨在加强对私募基金投资顾问的监管力度、保护私募基金投资人权益。针对新规，SEC早在2022年2月即发布了征求意见稿公开征求各方意见，引起了市场参与主体的广泛讨论和强烈反弹。诸多市场参与主体在其对征求意见稿的意见中认为新规有所偏离SEC多年以来就私募基金及投资顾问监管的主要立场，影响了私募基金市场主体的意思自治原则，也将会大大增加独立投资顾问的运营成本。历经一年半的意见征集评估后，新规相较征求意见稿删除或弱化了部分对投资顾问提出的要求，但整体上仍对投资顾问在为私募基金提供投资顾问服务方面创设了较高的要求并作出了部分禁止或限制性规定。

2023年9月1日，包括美国管理基金协会（Managed Funds Association）、风险投资协会（NVCA）在内的六家行业协会就新规向美国第五巡回上诉法院递交了诉讼申请（以下称“**案件**”），对新规的合法性提出质疑，并声称新规不利于维护公平、有序和高效的资本市场和行业发展。该案件于2024年2月5日在第五巡回上诉法院听取口头辩论，预计法官将会在今后的几个月中做出判决。

本文旨在与各位读者分享本次新规的主要内容，并梳理前述案件的要点以供读者参考。

### 一、新规的颁布背景

2010年Dodd-Frank Act的出台，反映了SEC对2008年金融危机的集中反思，并从预防系统性金融风险的角度对美国金融监管思路做了一次重构，包括SEC对投资顾问的监管力度进一步加大、扩大投资顾问需要在SEC登记的范围、设定有限的豁免登记情形，并增加投资顾问需向SEC披露的信息。近年来，SEC所监管的投资顾问的数量与日俱增。根据SEC公布的数据，截至2024年2月，在SEC登记的投资顾问（Registered Investment Adviser，以下简称“**RIA**”）已超过15,500家，豁免登记的投资顾问（Exempt Reporting Adviser，以下简称“**ERA**”）已超过5,900家<sup>2</sup>。SEC认为现有的投资顾问的数量、其所管理的私募基金的整体规模均不断扩大，私募基金行业的监管环境已愈发复杂，包括参与到私募基金活动的投资者的类型不断扩宽（包括诸多养老金计划及退休计划的受益人及越来越多的高净值个人）并直接暴露到私募基金活动的风险之下。

<sup>1</sup> 杨李律师对本文的写作亦有贡献。

<sup>2</sup> 源自SEC于2024年2月就投资顾问发布的数据，详见<https://www.sec.gov/help/foiadocsinvafoia>。

基于此，SEC 根据近十年来对私募基金投资顾问活动的监管经验和实操，从保护投资者的角度出发，认为现有监管架构不足以解决目前投资顾问在私募基金活动中存在的危害投资人权益的三大主要因素，即信息不对称、利益冲突、不统一的投资人监督治理机制。在私募基金活动已在美国经济中占据相当地位的背景下，SEC 希望通过此次新规进一步促进私募基金活动的效率和透明度，从事后监管处罚转为事前监管预防，落实具体监管措施，从而降低产生大规模投资风险的可能性。

## 二、新规的适用及生效

### （一）新规的适用对象

基于我们对新规的理解和解读，新规主要适用于 RIA，部分内容适用于包括 ERA 在内的全部投资顾问。进一步地，针对 RIA，新规项下规则的具体适用还需根据 RIA 是否注册在美国境内、以及所管理的私募基金是否在美国境内等因素区分看待，具体如下：

	经登记的投资顾问（RIA）			豁免登记的投资顾问（ERA）	
	主 营 地 在 美 国	主营业在美国境外（Offshore Registered Adviser）		此处仅以主营业在美国境外的 ERA 为例*	
		就美国注册 的基金提供 顾问服务	就非美国注 册的基金提 供顾问服务  (无论是否包 含美国投资者)	就美国注册 的基金提供顾 问服务	就非美国注册 的基金提供顾 问服务  (无论是否包 含美国投资者)
季度报告规则 Quarterly Statement Rule	√	√	×	×	
审计规则 Audit Rule	√	√	×	×	
投资顾问主导型 S 交易规则 Advisor-Led Secondaries Rule	√	√	×	×	
受限行为规则 Restricted Activities Rule	√	√		√	×
优惠待遇规则 Preferential Treatment Rule	√	√		√	×
年度合规审查规则 Annual Compliance Review Rule	√	√		×	

\*注：ERA 的豁免种类主要包括外国私募投资顾问豁免（Foreign Private Adviser Exemption）、（中小型）私募基金投资顾问豁免（Private Fund Adviser Exemption）及创业投资基金投资顾问豁免（Venture Capital Fund Adviser Exemption）。此处仅以中资背景管理人通常适用的外国私募投资顾问豁免为例。

## （二）新规的生效及过渡期

新规针对不同的规定设定了不同生效时间（以下简称“**新规合规日期**”），具体可见下表：

	经登记的投资顾问（RIA）		豁免登记的投资顾问（ERA） <sup>3</sup>	
	在管规模≥ 15 亿美元	在管规模< 15 亿美元	在管规模≥ 15 亿美元	在管规模< 15 亿美元
季度报告规则 Quarterly Statement Rule	18 个月 (即 2025 年 3 月 14 日)		/	
审计规则 Audit Rule	18 个月 (即 2025 年 3 月 14 日)		/	
投资顾问主导型 S 交易规则 Advisor-Led Secondaries Rule	12 个月 (即 2024 年 9 月 14 日)	18 个月 (即 2025 年 3 月 14 日)	/	
受限行为规则 Restricted Activities Rule	12 个月 (即 2024 年 9 月 14 日)	18 个月 (即 2025 年 3 月 14 日)	12 个月 (即 2024 年 9 月 14 日)	18 个月 (即 2025 年 3 月 14 日)
优惠待遇规则 Preferential Treatment Rule	12 个月 (即 2024 年 9 月 14 日)	18 个月 (即 2025 年 3 月 14 日)	12 个月 (即 2024 年 9 月 14 日)	18 个月 (即 2025 年 3 月 14 日)
年度合规审查规则 Annual Compliance Review Rule	60 日 (即 2023 年 11 月 13 日)		/	

## （三）新规的追溯力

为减少不必要的已定稿协议重新谈判，新规就受限行为规则及优惠待遇规则设置了不追溯条款（Legacy Status Provision or Grandfathering Clause），也叫“**祖父法则**”。祖父法则是指在法律或法规发生变更时，对现有情况或安排进行保护的条款，通常用于保护在法规变更发生之前已经获得某种权利或利益的人或情形。针对新规，祖父法则适用于以下情况：(i)在新规合规日期之前针对已经开始运营的私募基金的已生效协议；(ii)在新规合规日期之前已经签订的适用协议；及(iii)为了适用新规而需要对既有已签订的协议进行修订的协议。

## 三、新规的主要内容与征求意见稿的对比简析

回溯新规出台的整个脉络，从一经出台便引起市场广泛震动的征求意见稿，到最终缩水落地的新规，到行业协会就新规提起诉讼对争议事项的讨论，再到后续案件的更新进展，我们可以看到全球重磅级的金融监

<sup>3</sup> 同上，此处仅以主营地在美国境外适用外国投资顾问豁免的 ERA 为例。

管部门在私募基金监管上与市场参与主体之间的来回博弈，并可一窥在纷繁复杂的市场环境下诸多市场主体就不同的市场活动所涉及的利益点、价值点之间的艰难平衡。因此，尽管原本的征求意见稿所释放的信息在新规已出台的前提下已不那么重要，我们还是在本节列出了征求意见稿与新规的整体对比，尽可能便于读者了解市场主体和监管部门之间就新规博弈的全貌。下文中我们将逐一介绍新规的具体规则：

**（一）适用于所有私募基金投资顾问（包括 RIA 和 ERA）的规则**

**1. 受限行为规则**

具体事项	征求意见稿	新规
投资顾问及其关联方合规费用是否可由基金承担	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 禁止投资顾问将任何政府部门对其或其关联方的审查费用计入基金费用；</li> <li>■ 禁止投资顾问将其或其关联方的任何合规成本计入基金费用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 禁止投资顾问将任何政府部门对其或其关联方的审查费用计入基金费用，但得到持有半数以上基金权益的非关联投资人书面同意的除外。但若该等审查致使法院或监管机构认为投资顾问违反了投资顾问法并对其采取处罚措施的，无论是否经投资人同意，该等审查费用不得列入基金费用；</li> <li>■ 禁止投资顾问将其或其关联方的任何合规成本计入基金费用，但投资顾问或其关联方在该等费用发生所在季度结束后的 45 日内向投资者进行书面通知（需包括具体金额）的除外。</li> </ul>
项目投资费用分摊	在投资顾问管理或服务的多个基金或客户投向同一个被投项目时，禁止投资顾问在在这些基金之间不按比例分摊该项目投资费用。	在投资顾问管理或服务的多个基金或客户投向同一个被投项目时，禁止投资顾问在在这些基金之间不按比例分摊该项目投资费用，除非（1）不按比例分摊是公平且合理的，并且（2）投资顾问事先向投资者书面说明不按比例分摊的合理性。
自基金处借款	禁止投资顾问从其管理或服务的基金处借款或延长借款期限。	禁止投资顾问从其管理或服务的基金处借款或延长借款期限，除非投资顾问向投资者书面告知借款的核心条款，并取得持有半数以上基金权益的非关联投资人书面同意。
GP/投资顾问回拨	禁止在 GP/投资顾问回拨金额中扣除投资顾问及其关联方适用的税费。	禁止在 GP/投资顾问回拨金额中扣除投资顾问及其关联方适用的税费，但投资顾问或其关联方在 GP/投资顾问回拨发生所在季度结束后 45 日内向投资人书面告知税费扣除前后的具体回拨金额的除外。

**汉坤提示：**

新规将原先 SEC 在征求意见稿中较为“一刀切”禁止投资顾问从事的行为修改为投资顾问可在向投资人进行事前或事后披露或取得投资人事先同意的情况下从事该等行为，比较符合市场预期。

我们理解，原先征求意见稿中的禁止性规定确实较为严苛且存在部分与美元基金市场常见惯例不一致的地方。比如，原先禁止投资顾问将其或其关联方的任何合规成本计入基金费用，而实操中部分基金会基于整体基金架构和管理的考虑，将投资顾问的设立及相关合规费用纳入基金开办费并设置整体上限且该等安排也可以得到投资人的支持；又比如，在发生普通合伙人回拨（GP Clawback，一般指经核算 GP 此前收取了过高的业绩报酬而将多收取的业绩报酬向基金予以退还）时，以 GP/投资顾问所获得的业绩报酬的“税后金额”为回拨上限是实操中投资人普遍接受的惯常约定，征求意见稿则完全禁止扣除税额。这些与市场惯常实践偏离较多的做法如果在新规落实，也会破坏 GP/投资顾问和 LP 关系的平衡。

考虑到在一定条件下（如充分披露）允许投资顾问从事该类行为可能更加有利于平衡促进全体投资人和基金管理团队的利益，新规适当放宽了监管口径。

**2. 优惠待遇披露规则**

具体事项	征求意见稿	新规
<p>优惠待遇披露 (Preferential Treatment Disclosure Requirement)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>向潜在投资人</u>：潜在投资人投资基金前，应向其披露所有已向既有投资人提供的优惠待遇；</li> <li>■ <u>向既有投资人</u>：至少每年向投资人披露所有向其他投资人提供的优惠待遇条款。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>向潜在投资人</u>：潜在投资人投资基金前，应向其披露所有已向既有投资人提供的与<b>重大经济条款</b>（Material Economic Terms）相关的优惠待遇；</li> <li>■ <u>向既有投资人</u>：针对封闭式基金，应在募集期结束后尽快向投资人书面披露提供给其他投资人的优惠待遇；针对开放式基金，应在投资人投资基金后尽快向其书面披露提供给其他投资人的优惠待遇；至少每年向投资人披露所有向其他投资人提供的优惠待遇条款。</li> </ul>
<p>优先赎回权 (Preferential Redemption)</p>	<p>在合理预见会对其他投资者产生重大负面影响的情况下，投资顾问不得向特定投资人在基金或类似投资载体中提供与份额赎回相关的优惠权利。</p>	<p>在合理预见会对其他投资者产生重大负面影响的情况下，投资顾问不得向特定投资人在基金或类似投资载体中提供与份额赎回相关的优惠权利，除非：（1）投资顾问已向同一基金的全体投资人提供相同的赎回权，且将继续向该基金未来投资者提供相同的赎回权；或（2）该等赎回系基于该等投资人受到的法律、法规或政府部门的要求。</p>



具体事项	征求意见稿	新规
项目信息优先权 (Information Rights)	在合理预见会对其他投资者产生重大负面影响的情况下，投资顾问不得向特定投资人在基金或类似投资载体中提供与被投资项目信息披露相关的优惠权利。	在合理预见会对其他投资者产生重大负面影响的情况下，投资顾问不得向特定投资人在基金或类似投资载体中提供与被投资项目信息披露相关的优惠权利， <b>除非投资顾问就该等信息同步向其他全体投资人进行披露。</b>

**汉坤提示：**

相较于征求意见稿，新规在优惠待遇披露规则方面增加了一定前提要件，并在优先赎回权及项目信息优先权限制方面增加了例外条款，为私募基金给特定投资人提供优惠待遇提供了一定的灵活度。

优惠待遇披露规则由原先要求向潜在投资人披露已向既有投资人提供的“所有优惠待遇”限缩为“与重大经济条款相关的待遇”。SEC 也在前言部分对重大经济条款作出了举例，包括但不限于与投资成本 (Cost of Investing)、清算权 (Liquidity Right)、费用减免 (Fee Breaks) 及共同投资权 (Co-Investment Rights) 相关的权利。

对于向既有投资人的优惠待遇披露，新规也对开放式基金与封闭式基金作出了区分规定。针对封闭式基金，我们理解新规在美元基金惯常的最惠国待遇 (MFN) 条款基础上提出了更高的要求。在以往的实操中，一般来说，投资顾问会根据 MFN 条款向投资人披露附属协议条款，并提供认缴出资额不高于该投资人的其他投资人的附属协议条款并供其选择适用。新规要求投资顾问向投资人披露基金全部投资人的附属协议条款，这一要求势必会促使投资顾问在谈判附属协议时出于对基金投资人透明度的考虑而更加谨慎。

针对封闭式基金，虽然目前在开曼基金的常规募资中给与投资人赎回权、共同投资权、项目信息权并不是主流的操作，但是实操中部分机构投资者也可能会在附属协议中对这些特定权利做出一些要求。例如，部分对特定领域和行业重点关注的投资机构可能会在附属协议中要求优先的项目信息权以满足其内部对特定领域项目的跟踪要求。另外，部分机构投资者也可能会在封闭式基金的附属协议中要求特定事件发生后的退伙相关权利。

总的来说，虽然优惠待遇披露规则对非美国注册的私募基金的适用程度有限，但 SEC 的监管态度作为全球私募基金监管的重要风向标，可以合理预见优惠待遇披露规则将对今后投资顾问和投资人的募资谈判博弈产生重要影响。

**(二) 仅适用于 RIA 的规则**

**1. 季度报告规则**

征求意见稿	新规
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>提供时间</u>：应在每个季度结束后 45 日内向投资人提供季报；</li> <li>■ <u>需载明内容</u>：</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>提供时间</u>：前三个季度季报应在每个季度结束后 <b>45 日内</b>向投资人提供，第四季度季报应在当个财</li> </ul>

征求意见稿	新规
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>基金层面</u>：前一季度内（1）基金向投资顾问及其关联方支付的各项费用明细；（2）基金发生的各项费用明细（开办费、审计费、法律费、尽职调查费、税费、差旅费等）；（3）任何结转至后续期间用于抵销或扣减本应向投资顾问及其关联方支付的费用金额；</li> <li>- <u>项目投资层面</u>：（1）前一季度内被投资项目向投资顾问及其关联方支付的补偿费用；（2）该季度结束时基金对各被投资项目的权益比例及投资概况；</li> <li>- <u>基金业绩数据</u>：针对开放式基金，需列明基金成立以来的每个财政年度净收益以及一年、五年及十年期间的年平均净收益；针对封闭式基金，需列明基金成立以来的内部收益率（IRR）和投资收益倍数（MOIC）、已退出项目和未退出项目分别的 IRR 和 MOIC、基金成立以来的累计实缴出资额及分配额。</li> </ul>	<p>政年结束后的 <b>90 日</b>内提供；而对于 FOF 基金而言，前述期限分别延长至 <b>75 日及 120 日</b>；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>需载明内容</u>：相较征求意见稿，（1）针对项目投资层面需披露的信息，删除披露每个报告期结束时基金持有各被投资项目的权益比例及投资概况的要求；（2）针对开放式基金需列明基金成立以来每个财政年度净收益的要求，将该等信息披露要求对应的期限从基金成立以来放宽至<b>基金成立以来与过去 10 年的孰短期限</b>。</li> </ul>

**汉坤提示：**

SEC 希望通过新规的季度报告要求，给予投资人与基金费用及业绩表现方面的信息透明度。新规要求基金费用应细分各项基金费用的具体金额，以使得投资人更好地了解基金费用具体组成，增加信息透明度。另外，新规还要求投资顾问在季报中体现基金业绩数据，并规定了应列明的业绩数据种类，使得投资人能够更有效地全方位对比其参投基金在不同阶段的业绩表现以及不同投资顾问在管基金的业绩表现。

季报提供期限方面，新规适当延长了私募基金第四季度报告的提供期限，并考虑到采取 FOF 投资策略的母基金数据通常还需依赖于其所投子基金的财务报告，因而对母基金的季报提供期限作出了差异化规定。

**2. 审计规则**

征求意见稿	新规
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <u>年度/清算审计</u>：应聘请独立审计机构对其管理或提供投资顾问服务的所有基金进行年度审计及清算审计，并在审计结束后尽快向基金投资人提供该等审计报告；</li> <li>■ <u>会计准则</u>：原则上应适用 U.S. GAAP；对于在美国境外地区设立或 GP 主营地在美国境外地区的外国基金，可适用其他会计准则，但应包含 U.S. GAAP 要</li> </ul>	<p>相较征求意见稿，为了避免新规和托管规则就审计规则出现重叠规定，SEC 未在本次新规中另行明确审计相关要求，而是直接援引了托管规则（定义见下）项下的<b>审计要求</b>（§275.206(4)-2(b)(4)(i)至(iii)），具体主要包括下面内容：（1）投资顾问需至少按年度在财年结束后的 120 天内向其提供投资顾问服务的</p>

征求意见稿	新规
<p>求的主要信息且不得与 U.S. GAAP 的要求存在重大区别；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>变更通知义务</b>：任何审计机构的变更应在 4 个工作日内通知 SEC；审计机构对基金出具任何非标准审计意见（Modified Opinion）应立即通知 SEC；</li> <li>■ <b>合理措施促使审计</b>：如果投资顾问不控制其提供投资顾问服务的基金（比如只是基金的子顾问而非主顾问），投资顾问应当采用合理措施（Take All Reasonable Steps）促使该基金以符合本项规则要求的方式进行审计。</li> </ul>	<p>基金按照 U.S. GAAP 提供审计报告；（2）投资顾问需在基金清算的审计报告完成后尽快向基金投资人提供清算审计报告；（3）如果投资顾问所提供投资顾问服务的基金是合伙形式或其他类型的集合投资载体，审计报告的送达需要视情况适用穿透送达原则。</p> <p>新规保留了对子顾问采取合理措施促使基金审计的要求，但也明确如果该基金已经有既有的审计安排，则子顾问无需再被要求采取合理措施。</p>

**汉坤提示：**

年度审计要求旨在防范投资顾问在基金资产估值中可能发生的欺诈行为。该等要求实质上在投资顾问法项下的客户资产托管规则（§275.206(4)-2，“托管规则”）中已有相关的规定，且在每个会计年度结束后的 90-120 天内向投资人提供审计报告也已是美元基金实操中的惯常约定。部分依赖于托管规则项下突击检查（Surprise Examination）选项而无需安排年度审计的投资顾问，基于新规的最新要求，仍然需要对其基金进行年度审计。

值得一提的是，为更好地保障投资顾问在管资产安全、保护投资人权益，SEC 于 2023 年 2 月 15 日针对托管规则也已发布了征求意见稿，拟在现行托管规则基础上添加新规则以应对日益变化的监管环境。尤其考虑到近年来加密资产这种非传统资产的不断增加对市场主体及市场活动的深入影响，市场也在呼吁适应新环境的监管措施。

这些拟议的新托管规则主要有：（1）将托管规则扩展到适用所有接收顾问服务的客户资产，而不仅仅是客户的“资金和证券”，并明确包含加密资产；（2）要求拥有客户资产托管权的投资顾问安排受托管资产由“合格的托管人（Qualified Custodian）”持有（Maintain），且为了达到“持有”标准，合格的托管人必须“拥有或控制”客户资产，并必须参与与客户资产所有权变更的过程；（3）在托管定义中明确包含顾问支配客户资产交易的权利等。

该托管规则征求意见稿期间已于 2023 年 10 月 30 日截止，目前尚未有最新的实质进展，我们后续也将持续关注。

**3. 投资顾问主导型 S 交易规则**

征求意见稿	新规
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>披露内容</b>：投资顾问应就该等 S 交易对其基金的投资人提供由第三方机构出具的公允意见（Fairness Opinion），并概述该等公</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>披露内容</b>：相较征求意见稿，增加信息披露的形式除了公允意见之外，也可为估值意见（A Fairness Opinion or Valuation Opinion），并明确在对投资顾</li> </ul>



征求意见稿	新规
<p>允意见的出具机构在过往两年内与投资顾问及其关联方之间存在的重大商业关系（如有）；</p> <p>■ <b>披露时点</b>：S 交易交割之前。</p>	<p>问与意见出具机构过去两年的关系进行描述时，该等期限应自出具意见书的具体时点倒推两年计算；</p> <p>■ <b>披露时点</b>：要求基金的投资人作出选择<b>是否参与该等 S 交易的截止日之前</b>。</p>

**汉坤提示：**

新规项下的投资顾问主导型 S 交易（Adviser-Led Secondary Transaction）是指由投资顾问或其关联方发起并为投资人提供选择（1）出售全部或部分其所持有的私募基金权益；或（2）将其所持有的全部或部分私募基金权益转换为该投资顾问或其关联方在管其他主体份额。由于该等交易具有天然的关联交易及利益冲突属性，SEC 通过该等规则要求投资顾问向投资人充分披露交易定价、投资顾问与意见出具机构之间可能影响意见独立性的关联关系，以保证投资人在作出具体交易选择前的知情权。

考虑到在投资顾问主导型 S 交易中天然存在的利益冲突风险，以接续基金类型为例，若投资顾问在当前基金及接续基金中的经济权益相差较大的情况下，投资顾问可能会为取得更高的经济效益（如绩效收益）而寻求过高或过低的底层资产估值，从而影响交易价格的定价。值得注意的是，新规项下要求投资顾问聘请第三方机构出具的公允意见或估值意见仅需列明交易价格是否公允或仅需列明交易价格本身即可，未要求对交易的其他条件公允性发表意见，例如接续基金及当前基金的协议条款之间是否存在影响交易公允的重大区别、当前基金的不同投资人之间是否存在交易条件的实质区别等，该等条件仍要求投资人基于自身投资经验、与投资顾问的协商进行独立判断。

**4. 年度合规审查规则**

征求意见稿	新规
<p>经登记的投资顾问应以书面形式记录对其合规政策和程序的年度审核。</p>	<p>（与征求意见稿一致）</p>

**汉坤提示：**

新规对投资顾问法§275.206(4)-7 中的合规政策年度审核提出了应进行书面记录的要求。SEC 希望通过本次新增的书面记录要求，确保投资顾问在实操中落实其至少每年评核其内部合规政策是否符合现行法规要求、是否符合现行业务需要。我们理解新规出台后可能会涉及投资顾问对其内部合规政策的调整和更新，相关投资顾问应根据其内部审批流程对合规政策修改程序（如内部决议）及更新后的合规政策予以书面留档。

**四、相关案件发展**

在读者基于前文的阅读对新规有了一定了解后，我们也回到本文开头的案件本身。基于本案的书状及 2 月的口头辩论记录，我们认为本案有以下几点值得重点关注。

首先，是原告方对 SEC 就新规的立法权限的讨论。案件讨论了 SEC 援引的立法权限法案（包括 Dodd-Frank Act 第 913 节、投资顾问法案第 211(h)节及 206(4)节）是否确实可以赋予 SEC 就新规的立法权。原告

方认为，Dodd-Frank Act 第 913 节和投资顾问法案第 211(h)节主要关注“零售客户（Retail Customers）”，并且 Dodd-Frank Act 有一个单独的标题侧重于私募基金投资顾问的监管；同时，投资顾问法第 206(4)节赋予 SEC 权力通过立法预防“欺诈、欺骗或操纵性的行为”，然而对什么行为落入此项没有明确的定义，SEC 是否可以依赖本节订立影响范围如此之广的新规；再者，SEC 的权限是否仅适用于投资顾问与其客户（即所提供投资服务的基金）之间的关系，而非投资顾问与非客户（例如客户基金的投资者）之间的关系。对 SEC 立法权限的讨论，会可预见的波及到 SEC 近期依赖同样章节的立法行为，如 2022 年 10 月 SEC 发布的就投资顾问的外包行为的拟议规则<sup>4</sup>。

其次，由于原告方并未挑战审计规则和投资顾问主导的 S 交易规则，有较大可能法院会继续支持前述两项规则维持原状。由于这两项规则本来仅针对 RIA，如果最终的结果是仅仅这两项规则维持，那么新规对 ERA 的影响将大幅度减少，尤其是受限行为规则和优惠待遇行为规则这两项影响面最广的规则。

最后，本案原告方请求法院在 2024 年 5 月 31 日之前做出判决，但具体的判决时间待法院确定。如果最终的判决时间将在新规首个生效日（即 2024 年 9 月）之后，原告可能会请求 SEC 暂缓新规生效。

## 五、结语

作为全球经济的重要参与主体，私募基金及其投资顾问正在逐渐成为各国金融监管部门加强监管的重点关注对象。关注 SEC 发布的新规及相关案件的进展，我们不难发现，尽管 SEC 就新规采用了相较于征求意见稿中更为宽松的监管口径，但其仍在投资顾问合规运作披露和报告义务等方面新设了不少规则，从更严格的角度贯彻保护投资人利益这一监管思路。我们相信基于 SEC 在私募基金及其投资顾问监管方面在全球的影响力，这些规定如果最终均被法院支持落地，未来将会在美元/海外基金市场的博弈中为越来越多的市场交易主体所熟悉，并广泛运用在投资顾问和私募基金的实践当中。我们建议中国背景的私募基金管理人也要熟悉该等规则，以更好的适应全球私募基金市场的发展动态，并基于自身运营情况对所管理的海外/美元基金的运作做出必要的调整或考虑。

<sup>4</sup> SEC Release Nos. IA-6176 (Oct. 26, 2022), 具体请见 <https://www.sec.gov/rules/2022/10/outourcing-investment-advisers>。

## 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，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 罗敏

电话： +86 21 6016 9716

Email: [min.luo@hankunlaw.com](mailto:min.luo@hankunlaw.com)

### 赵培

电话： +86 10 8524 5880

Email: [pei.zhao@hankunlaw.com](mailto:pei.zhao@hankunlaw.com)