

美国《私募基金投资顾问注册法》的最新立法进展

近期，美国参众两院都公布了《私募基金投资顾问注册法》的草案，通过比较参众两院的两个草案与奥巴马政府先前提出的改革提案之间的差别，可以发现美国政府和议会已经达成了要求多数私募基金投资顾问注册和提交报告的共识，私募基金的投资顾问应及时跟踪最新的立法进展并做好相应的合规准备。该法案立法过程中对相关要点的讨论和主要考量因素，也可供其他国家借鉴。

一、众议院草案

2009年10月27日，美国众议院“金融服务委员会”批准了2009年《私募基金投资顾问注册法》草案的修订版（以下简称“众议院草案”），提交众议院由全体议员进行审议，辩论和投票。像奥巴马政府较早前提出的立法提案（以下简称“政府提案”）一样，众议院草案如获准实施，将（1）要求多数投资顾问按照1940年《投资顾问法》（以下简称“《投资顾问法》”）的要求，向美国证券交易委员会（以下简称“SEC”）注册，（2）扩大投资顾问的报告义务，（3）扩大SEC对《投资顾问法》的解释权限。众议院草案与政府提案的不同之处在于：增加了若干对投资顾问注册要求的豁免；限制SEC将私募基金的投资者解释为《投资顾问法》下定义的“客户”；要求SEC基于通货膨胀调整“合格客户”的财务标准。考虑到很多投资顾问遵守新要求面临的挑战，众议院草案规定该法在颁布一年后才生效。

注册

众议院草案通过取消投资顾问通常利用的豁免规定，要求投资顾问按照《投资顾问法》注册。按照现行法律，如果某个投资顾问（1）在任何12个月的期间内，客户少于15名，（2）不担任“注册投资公司”或“企业发展公司”的投资顾问，以及（3）不以“投资顾问”的名义出现在公众面前，该投资顾问可被豁免按照《投资顾问法》注册。按照众议院草案，上述豁免将仅适用于在美国没有经营场所，并且受托管理的位于美国的客户的资产少于2千5百万美元（或SEC确定的更高数额）的投资顾问。

此外，如投资顾问仅在某一州内提供咨询，或是已经按照“美国商品期货交易委员会”的要求注册，而其客户是“私募基金”，众议院草案将取消对该投资顾问的注册豁免。“私募基金”将被定义为包括 1940 年《投资公司法》（以下简称“《投资公司法》”）下根据 3(c)(1)或 3(c)(7)条款不被视为投资公司的基金，包括大部分的对冲基金和私募股权投资基金。

然而，众议院草案将豁免，或要求 SEC 颁布规则豁免下列投资顾问的注册义务：（1）在美资产低于 1.5 亿美元的私募基金的投资顾问，（2）创业投资基金的投资顾问，以及（3）仅向持牌小型商业投资公司提供投资咨询的投资顾问。上述（1）、（2）两类基金的投资顾问虽可获得注册豁免，但仍须承担下面讨论的报告和记录保存义务。

报告

私募基金的投资顾问必须遵守向 SEC 和其他第三方的额外的报告、记录保存和信息披露要求。众议院草案将赋予 SEC 广泛的权力，使 SEC 有权按照“对于公共利益，或投资者保护，或 SEC 在与美联储理事会协商后确定的系统性风险评估而言是必要或适当的”这一标准，要求注册的投资顾问保存记录，向 SEC 提交报告，并将这些报告的内容提供给美联储理事会及其他承担系统性风险监管职责的机构。这些报告将包括：（1）所管理的资产总额，（2）杠杆的使用（包括资产负债表外杠杆），（3）对交易对手的信用风险敞口，（4）交易和持仓状况，（5）交易做法，以及（6）SEC 在与美联储理事会协商后，根据“对于公共利益，或投资者保护，或系统性风险评估而言是必要或适当的”这一标准要求的任何其他信息。SEC 可要求提交它认为必要的其他信息，包括对于不同类别私募基金的投资顾问要求提交不同的报告。SEC 还可将其搜集的信息与美联储理事会分享，但不必向公众披露任何众议院草案要求下的报告或信息。

私募基金的投资顾问，必须保存它提供咨询的所有私募基金的记录，并使这些私募基金的记录可供 SEC 查阅。

作为注册的向私募基金提供咨询的投资顾问，还可能被 SEC 要求向投资者，潜在投资者，交易对手和债权人提供报告，记录和其他文件，

具体内容可由 SEC 根据“对于公共利益，或投资者保护，或系统性风险评估而言是必要或适当的”这一原则来规定。

SEC 解释《投资顾问法》的权限扩大

众议院草案将扩大 SEC 解释和实施《投资顾问法》的权限。众议院草案允许 SEC 根据需要对《投资顾问法》不同章节中使用的术语赋予不同的含义。但众议院草案禁止 SEC 将私募基金中的投资者认定为《投资顾问法》下的“客户”。众议院草案还允许 SEC 在其管辖权限内按照机构的规模、范围、商业模式、收费模式或导致的系统性风险区分不同的机构和事件。

对“合格客户”标准根据通货膨胀进行调整

按照《投资顾问法》和相关的 SEC 规则，除非是对“合格客户”，注册的投资顾问不得基于管理基金的资本增值而从客户处获得业绩奖励。合格客户必须是满足一定的资产或投资标准的投资人。众议院草案要求 SEC 基于通货膨胀的影响，在众议院草案通过后一年内并且以后每隔五年，调整任何“合格客户”定义中的财务标准。

二、参议员 Dodd 建议草案

2009 年 11 月 10 日，美国参议院“银行、住房和城市事务委员会”（以下简称“银行委员会”）主席、参议员 Christopher Dodd，公布了一份长达 1136 页的关于金融改革立法的建议草案。该建议草案包含先前奥巴马政府金融监管改革白皮书中设想的多个关键领域，包括一份拟议的《私募基金投资顾问注册法》（以下简称“Dodd 建议草案”）。对于 Dodd 建议草案，银行委员会将收集该委员会成员的修改建议并进行投票。如能获得银行委员会批准，该草案将被提交参议院，由全体议员进行审议，辩论和投票。

像政府提案和众议院草案一样，Dodd 建议草案如获准实施，将（1）通过取消“先前 12 月的期间内，不以投资顾问的身份出现在公众面前，客户少于 15 名”即可以获得注册豁免的规定（以下简称“15 名客户豁免”），要求多数投资顾问按照《投资顾问法》的规定向 SEC 注册；（2）扩大私募基金投资顾问的报告义务；以及（3）扩大 SEC 对

《投资顾问法》的解释权限。然而，Dodd 建议草案与政府提案存在一些细节方面的差别，例如 SEC 对补充协议的报告要求和向第三方的披露要求。Dodd 建议草案将豁免几类投资顾问免于遵守部分或全部注册和报告义务，包括特定的外国投资顾问，向创业投资基金，私募股权投资基金和家族办公室提供咨询的投资顾问。Dodd 建议草案拟提高投资顾问在联邦注册的最低标准，即将投资顾问受托管理资产的标准从现在的 2500 万美元提高到 1 亿美元。

三、三个版本的区别

以下表格简明扼要地分析了众议院草案，Dodd 建议草案与政府提案三个版本在一些重要细节方面的差别，供参考。

三个《私募基金投资顾问注册法》草案的主要差别

	政府提案	众议院草案	Dodd 建议草案
豁免注册 *未豁免记录保存 或报告义务	下列投资顾问豁免注册：在美国没有办事处，符合“15 名客户豁免”的现有标准，而且受托管理资产少于 2500 万美元的投资顾问（“外国投资顾问”）	下列投资顾问豁免注册：(i)仅向小型商业投资公司提供咨询的投资顾问；(ii)创业投资基金（由 SEC 界定）的投资顾问；* (iii) “受托管理资产少于 1.5 亿美元的私募基金”的投资顾问；以及(iv) 外国投资顾问。	下列投资顾问豁免注册：(i)创业投资基金的投资顾问；(ii) 私募股权投资基金（由 SEC 界定）的投资顾问，[1] (iii) 家族办公室（由 SEC 界定）的投资顾问，(iv) 受到某个州的监管或被要求受某个州监管，受托管理的资产少于 1 亿美元的投资顾问，以及(v)外国投资顾问。[2]
须向 SEC 披露有关“私募基金”的信息	要求报告：(i)私募基金的受托管理资产；(ii)杠杆的使用；(iii) 对交易对	要求报告政府提案中规定的信息，而且明确允许 SEC 可为不同类别的私	要求报告政府提案中规定的信息以及(i) 私募基金的估值方法，(ii)

	政府提案	众议院草案	Dodd 建议草案
	手的信用风险敞口；(iv) 交易和持仓状况；(v) 交易做法；以及(vi) SEC 规定的其他信息。	募基金设定不同的报告要求。	持有资产的种类，(iii) 补充协议。
向投资者、潜在投资者、交易对手和债权人的披露义务	要求披露报告、记录和其他 SEC 规定的文件。	与政府提案相同	无要求
合格投资者标准	无要求	要求对《投资顾问法》下 205-3 规则的财务标准（即基于资本增值收取业绩奖励的“合格客户”标准）进行基于通货膨胀的调整，每五年调整一次。	要求对自然人合格投资者的财务标准根据通货膨胀率（在这些数字被最终确定后）进行调整，每五年调整一次。
SEC 对《投资顾问法》中的术语进行界定的权限	允许 SEC 在其管辖范围内界定机构和事件，SEC 可根据需要对《投资顾问法》不同章节中使用的术语（包括“客户”的定义）赋予不同的含义。	允许 SEC 在其管辖范围内基于下列因素界定机构和事件：(i) 规模, (ii) 范围, (iii) 商业模式, (iv) 收费模式, 或 (v) 引发或增加系统性风险的可能性，SEC 可根据需要对《投资顾问法》不同章节中使用的术语（包括“客户”的定义）赋予不同的含义；但禁止 SEC 将私募基金中的投资者认定为“客户”。	与政府提案相同。

	政府提案	众议院草案	Dodd 建议草案
过渡期	无	新规定将在颁布一年后生效。	无
对托管要求的改变	无	相关立法（《2009 投资者保护法》）要求 SEC 禁止注册的投资顾问持有超过 1 千万美元的托管资产；这些资产必须由不向这些资产提供咨询服务的合格托管人托管。	要求 SEC 颁布规定要求注册的投资顾问把受托管的资产交给独立的托管人托管。
“私募基金”的定义 ^[3]	包括《投资公司法》下根据 3(c)(1)或 3(c)(7)条款不被视为投资公司的基金（包括对冲基金，私募股权投资基金和创业投资基金）。前提是该机构既未在美国设立，也未被美国投资人拥有 10% 或更多的份额。	包括《投资公司法》下根据 3(c)(1)或 3(c)(7)条款不被视为投资公司的基金。	与政府提案相同。

[1] 私募股权投资基金的投资顾问将被要求符合单独的记录保存和报告要求。

[2] Dodd 建议草案中并未采用在决定外国投资顾问的客户数目时回看过去 12 个月的做法。

[3] 在三个《私募基金投资顾问注册法》草案的版本中，额外的记录保存和报告要求仅与“私募基金”的投资顾问有关。

四、结论

尽管要求投资顾问注册的最终立法尚未出台，但对于大多数私募基金的投资顾问而言，注册似乎是不可避免的。鉴于这种可能性，未注册的私募基金投资顾问现在应考虑为遵守有关规定投入资源。投资顾问尤其应考虑：（1）委任或决定谁将履行首席合规官的职责；（2）审查现有披露文件，确定在注册时还需要哪些其他文件；（3）进行合规风险评估；以及（4）如有必要，审查和修改现有合规政策和程序，以确保所需合规机制的到位（包括代理投票，道德和信息安全政策准则）。

如有任何疑问或需了解更多信息，请与下列律师联系：

张莹 (Ying White)

美国艾金·岗波律师事务所驻北京代表处 基金业务负责人

北京市朝阳区建外大街乙 12 号双子座大厦东塔 EF 层 01-06 室

邮政编码：100022

电话：010-8567-2212

电子邮件：ywhite@akingump.com