

我国投资顾问概念的厘清与制度重述

秦子甲* 肖宇**

摘要：按照传统文义理解，投资顾问仅仅是投资咨询业务的主体，但这不能真实反映实践中各类投顾业务的本质特征。根据对资本市场买卖双方的分析，投资顾问概念可厘清为有投资决策权的“买方投顾”，“投资咨询”概念则限定为“卖方投顾”，没有投资决策权，使这两个概念不再有利益冲突；而投资顾问与基金管理人的主要差别也并非投资决策权，而是因基金等资管产品的组织形式不同所带来的基金管理职能外延不同。根据上述投资顾问定位，投顾业务宜由基金法统筹规制，并可从投资顾问的定义、准入、法律关系、核心职能和义务、法律责任等方面对法律条文加以重述及完善。

关键词：投资顾问 投资咨询 基金管理人 基金法 资管产品

自 20 世纪 90 年代初沪深证券交易所设立以来，我国资本市场的发展不断深化，不同市场主体或同一主体的不同业务职能逐步细分，市场效率大为提升，金融服务水平和服务能力不断完善。与此同时，有一类现象值得注意，即在市场演进过程中，出现了新的概念，其内涵和外延在实践中开始扩张，形成实践与规则文本的疏离，对此需要有新的认识。投资顾问与投资咨询这对概念正是上述现象中的突出者。

一、投资咨询与投资顾问概念的文义辨析

（一）投资咨询概念

投资咨询是我国实定法上较早采用的概念。1997 年，国务院证券委发布《证券、

* 华东政法大学国际金融法律学院校外导师。

** 华东政法大学国际金融法律学院教授，法学博士。

期货投资咨询管理暂行办法》(以下简称《国务院投资咨询办法》),对证券期货投资咨询业务进行了首次全面规制。从立法法角度看,该办法的效力位阶应为行政法规。1999年,我国首部证券法实施,沿用了上述“投资咨询”概念。至今为止,我国历次修订的证券法均采用“投资咨询”概念。

根据目前仍有效的《国务院投资咨询办法》第2条,证券、期货投资咨询是指从事证券、期货投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券、期货投资人或者客户提供证券、期货投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动:(一)接受投资人或者客户委托,提供证券、期货投资咨询服务;(二)举办有关证券、期货投资咨询的讲座、报告会、分析会等;(三)在报刊上发表证券、期货投资咨询的文章、评论、报告,以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券、期货投资咨询服务;(四)通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统,提供证券、期货投资咨询服务;(五)中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)认定的其他形式。分析上述条文的语法结构,除了最后兜底条款外,“提供证券、期货投资咨询服务”的具体指向是“提供证券、期货的投资分析、预测或建议”。如果将“分析、预测”视为做出建议的必要逻辑前提,投资咨询就是相关主体基于其对证券和期货这两类金融产品的专业分析,形成经济上的预测结论,然后通过各种媒介,向特定或不特定投资者提供投资建议的活动。实践来看,该等建议主要包括买卖(期货语境下为涉及买卖的开仓或平仓)的品种、数量、时点或包括上述要素以及其他要素(如是否参与上市公司表决权投票以及表决意向等)的综合性建议。根据《现代汉语词典》的解释,“建议”是指向人提出主张(作为动词)或向人提出的主张(作为名词)。^①因此,根据法律解释最基本的文义解释方法,按照条文用语之文义及通常使用方式^②理解此处的“建议”,投资咨询仅仅是向对象提出关于投资建议的主张,其并不当然包括对象对该主张的接受。这应当成为理解“投资咨询”概念的关键。

实践中,传统证券投资咨询业务一般由证券公司的研究部门(研究所)或独立的证券投资咨询公司提供,由其中的研究员、分析师公开或非公开地针对各上市公司、产业行业、宏观经济乃至国际政治经济形势发布各类研究报告、投资建议、资讯信息,然后收取费用。通过发布和销售上述报告、建议而直接收取费用的较少,通过因发布上述报告、建议促进投资者证券期货交易并切分投资者(尤其是机构投资者)在证券、

^① 中国社会科学院语言研究所词典编辑室编:《现代汉语词典(第7版)》,商务印书馆2025年版,第641页。

^② 梁慧星著:《民法解释学》,法律出版社2015年版,第216页。

期货公司交易席位上的交易佣金而获利的居多。研究员、分析师并不直接对其发布的报告、建议和资讯的结论是否和实际股价、经济走向相一致负责；即便不一致，其不会因此直接承担经济损失，只可能会承担声誉损失并间接承担未来、长期的经济损失。

（二）投资顾问概念

证券法从首次立法以来，始终没有涉及“投资顾问”概念。我国于2004年实施的首部《证券投资基金法》也没有“投资顾问”概念。直到2012年末修订、2013年6月实施的《证券投资基金法》才引入该概念，但没有对此的明确定义。在我们检索的不同效力位阶的实定法范围内，也未找到“投资顾问”的法律定义，这就引发了业界对投资顾问与投资咨询这两个概念认识上的分歧。

《现代汉语词典》对“顾问”一词的解释是：有某方面的专门知识，供个人或机关团体咨询的人。^① 易言之，投资顾问一般只是向他人提供投资咨询服务，即提供投资建议的人。这或可表明，投资顾问只是提供投资咨询的主体，属于投资咨询的下位概念，《证券投资基金法》也就顺理成章将其定位为基金服务机构，为基金管理人提供投资建议。这可能是实定法不再对投资顾问另行定义的原因。

但“理论是灰色的，而实践之树常青”。随着“大资管”行业的发展，^②上述将投资咨询与投资顾问的内涵基本等同的理解并未得到目前商事实践的印证或接受，出现了诸多问题。

二、投资顾问在现行实践中的问题

（一）实践中存在多种形态的投资顾问

在目前的资本市场实践以及有关规则文本中，已多处出现“投资顾问”概念，但其内涵不尽一致。经考察，主要可分为四种类型：

1. 证券投资顾问

这是证监会发布的《证券投资顾问业务暂行规定》（以下简称《证券投顾规定》）所规制的对象。根据其第2条，证券投资顾问业务是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构接受客户委托，按照约定，向客户提供涉及证券

^① 中国社会科学院语言研究所词典编辑室编：《现代汉语词典（第7版）》，商务印书馆2025年版，第472页。

^② 参见吴晓灵、邓寰乐等著：《资管大时代：中国资管市场未来改革与发展趋势》，中信出版集团2020年版，第3页。

及证券相关产品的投资建议服务,辅助客户作出投资决策,并直接或者间接获取经济利益的经营活。投资建议服务内容包括投资的品种选择、投资组合以及理财规划建议等。这一表述符合本文前述投资咨询、投资顾问概念的文义原义。引申开来,将投资建议的标的扩大到期货,另设期货投资顾问,也似无不可。

但纵观《证券投顾规定》,其有明显的内在逻辑矛盾,既规定“证券投资顾问业务是证券投资咨询业务的一种基本形式”,又规定“证券投资顾问不得同时注册为证券分析师”。但现实中,证券分析师才是证券投资咨询业务的主要主体。市场上存在大量的证券分析师并发布大量研报,那么证券投资咨询业务的“基本”形式到底是什么?另外,《证券投顾规定》所称“辅助客户作出投资决策”意指为何,语焉不详。证券投资顾问(以下简称“证券投顾”)的法律定位并不清晰。

2. 基金投资顾问

2019年,证监会机构部发出《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》(机构部函【2019】2515号,以下简称《基金投顾试点通知》),推出“公募基金投资顾问”业务试点(以下简称基金投顾);2023年6月,中国证监会又发布《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》(以下简称《基金投顾规定(征求意见稿)》),但至今尚未生效。

根据《基金投顾试点通知》第3条(《基金投顾规定(征求意见稿)》第2条),基金投顾可以提供两种服务:一是接受客户委托,按照协议约定向其提供基金投资组合策略建议,并直接或者间接获取经济利益。基金投资组合策略建议的标的应当为公募基金产品或经证监会认可的同类产品;二是根据与客户协议约定的投资组合策略,代客户作出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策,并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请,开展管理型基金投顾服务。由此,第一种服务的本质其实是投资咨询,只是将咨询建议的标的由证券、期货变成了公募基金份额。但第二种服务就超越了上述“建议”的范畴,“代客户作出……决策”的表述,意味着这种“投资顾问”具有了投资决策的权力(自由裁量权),已超出投资咨询概念中“提出主张”的语义范畴。

3. 资管产品投资顾问

从“大资管”视野看,公募基金、私募基金、银行理财计划、信托计划、证券公司私募资管计划、期货资管计划、保险资管计划等均为资产管理产品。除公募基金外,根据《私募投资基金监督管理条例》(以下简称《私募基金条例》)第27条、《商业银行理财业务监督管理办法》(以下简称《银行理财办法》)第48条、《信托公司证券投资信

托业务操作指引》(以下简称《证券投资信托指引》)第 21 条、《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(以下简称《私募资管办法》)第 17 条、《保险资产管理产品管理暂行办法》(以下简称《保险资管办法》)第 17、18 条,乃至业界称为“资管新规”的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 22、23 条等规定,这些资管产品均可聘请投资顾问。

关于上述这些资管产品投资顾问(以下简称产品投顾)的职能,《银行理财办法》规定“不得由投资顾问直接执行投资指令”,配套《私募资管办法》出台的《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》也提出同样的要求;《证券投资信托指引》规定“投资顾问不得代为实施投资决策”;《保险资管办法》规定“投资顾问不得承担投资决策职责”;“资管新规”规定“投资顾问提供投资建议指导委托机构操作”。上述表述从语义上看是有差异的:“不直接执行投资指令”意味着并不禁止做出投资决策,只要不执行决策指令即可;“指导委托机构操作”也没有限制委托机构如何操作,似乎并不禁止百分百听从投资顾问的指导;而最强的“不得实施投资决策”表述,在实践中也被绕开,其推理逻辑是:确实由资管产品的管理人做出最终决策,但其决策标准是除了违法违规、违反资管合同约定(如投资限制、风控阈值等)的投资建议外,全部遵从投资顾问的投资建议。这在最终效果上,和由投资顾问做出投资决策已没有本质差别。此外,该等资管产品在募集销售时,一般也会突出宣传其所聘请的投资顾问身份;易言之,投资者是凭借或更侧重对投资顾问投资(决策)能力的信赖而购买该资管产品,而不是对该资管产品本身的管理人能力的信赖。这可以认为,产品投顾在实践中,已在实际行使投资决策职能。由此带来的问题是:我们是要默认这种实践对现行规则的语义扩张(或扭曲),还是选择对规则或概念加以重述以更好地贴近实操事实并对此加以规制?

4. 其他“投资顾问”

由于法律法规从未对“投资顾问”下一个严格的定义,在另一些实践场合,也有相关合同的当事人会选择使用投资顾问概念,签订诸如“投资顾问协议”,聘请所谓“投资顾问”。其中还分成两类:一是既不行使投资决策权,也不发布或提供投资咨询建议,但所从事的工作是与投资有关的事务性管理,如资金监督、经营监管、仓单无负债管理等。^① 这相当于将“投资顾问”这个概念的内涵进行了更大范围的扩张,更偏离

^① 广东省深圳市中级人民法院(2022)粤03民终16422号民事判决书。

其原义。二是基于这种偏离,进一步以投资顾问为名,从事其他金融类活动甚至犯罪活动。如:名为提供投资顾问服务实为民间借贷,^①或者以投资顾问有限公司为幌子开展非法集资活动等。^②这些活动对正常的金融市场秩序造成了不当干扰,甚至给人民群众造成了财产损失。

(二) 投资顾问的定义与职责不明会产生利益冲突

由于法律法规没有对投资顾问概念下明确的定义,导致其实际职责也并不明确,实践中很容易产生利益冲突。

这在上述试行的基金投顾业务中尤为明显。《基金投顾试点通知》第2条规定,开展基金投顾业务的机构需要具有资产管理和基金销售等业务资格。^③但这两项资格是有利益冲突的,例如:基金投顾做出了配置若干种公募基金份额的决策,但其所配置的基金正是该机构要销售的基金。^④当然,对同一机构,可以要求采取设立“隔离墙”等减少或规避利益冲突的措施;但在理论和制度建构上,在同一概念的内部涵摄对立、冲突的两项职能,违反了逻辑上的矛盾律,^⑤殊为不妥。

在《证券投顾规定》指向的证券投顾业务中,证券投资顾问(自然人)和证券分析师同属证券投资咨询业务,由此也会产生矛盾或利益冲突。第一,证券分析师并不对客户按其发布的投资咨询报告(含投资建议,如给予“买入”“持有”评级等)做出的决策后果负责。如果证券投资顾问(自然人)也仅仅是“辅助”客户决策而不对决策后果负责,那么其和证券分析师的区别在哪里?二者为什么必须分设?第二,如果这里的“辅助”本质上是沿用上述产品投顾做出投资决策的推理逻辑,那么在同一证券公司或证券投资咨询机构的同一项投资咨询业务中,证券分析师对某只股票“看多”,证券投资顾问(自然人)是否必须辅助并建议客户买入?如果辅助并建议客户“卖出”或不买入,是否也产生了利益冲突——这是对同一证券公司或证券投资咨询机构的利益冲突,相关利益冲突未必仅指向客户。

从商事实践看,我们认为,从事传统投资咨询的证券分析师和具有投资决策权的

① 山东省临沂市中级人民法院(2019)鲁13民终5583号民事判决书。

② 北京市第三中级人民法院(2019)京03刑初111号刑事判决书。

③ 《基金投顾规定(征求意见稿)》第21条对此也有涉及。

④ 实践中,基金投顾身兼基金销售和资产管理双重角色后,在收取销售佣金和投顾费用两方面存在明显的利益冲突。参见邹星光:《公募基金投资顾问监管逻辑重构:以销售佣金为中心》,载《证券市场导报》2023年第2期。

⑤ “就概念的运用而言,矛盾律要求:在同一思维过程中,对同一对象不能用具有矛盾或相互反对关系的概念去指称。”黄伟力著:《法律逻辑学导论》,上海交通大学出版社2011年版,第268页。也就是说,对基金投顾这同一个“对象”,不能用基金销售和资产管理这两项具有对立关系的职能去指称,为此在逻辑上应创设两个不同的“对象”。

投资顾问之间的利益冲突是明显的。投资咨询仅给出投资建议,并不必然给委托咨询的投资者带来盈利,甚至时时不能盈利——因为投资盈利取决的因素太多,是一项专业度非常高且需要考虑承担风险的工作。因此,让投资者为投资咨询及建议付费的商业模式在实践中已被基本证伪。传统投资咨询目前主要依靠发布投资咨询报告,促进投资者交易等方式获利。在发布投资咨询报告前,证券分析师要对投资标的(如上市公司)开展谨慎勤勉的调研和分析,这需要维护好和投资标的之间的关系,同时这也会给其所在机构带来增量资本市场业务等。故证券分析师发出的投资咨询报告中的投资建议多以买入和正面为主,少有卖出和负面的报告。^①这其实意味着,证券分析师在实践中的立场往往是有偏的,很难真正中立,其也没有偏向投资者的利益导向。但对具有投资决策权的投资顾问而言,如基金投顾或产品投顾,其利益导向则应偏向投资者,尤其是在与投资者利益绑定的能收取资管产品业绩报酬的场合,更有激励偏向投资者。由此,如果将投资顾问仅仅定位为现行投资咨询业务的主体,并不能适应目前商事实践的现实,不能解决市场自发演进后所产生的利益冲突问题。

(三) 投资顾问身份的多样性不能实现法的安定性

法的安定性是指:法律内容和法秩序的稳定以及行为与法律后果结合的确定性……不仅包括立法行为,也包括行政行为和司法行为对法律的尊重及行为的确定性。法的安定要求它成为社会现实,即法适用过程高度的合法性与确定性。法的安定性还包括民众的广泛认同。^②

如上所述,现行规则并没有明示证券投顾、产品投顾具有投资决策权——甚至从文义解释看,实践与规则文本还有一定的抵触。因此,证券投顾、产品投顾现行做法的合法性,仅依赖于业界约定俗成的对规则文本的某种扩张性理解,这在一定程度上可能超出了文本的原意。这其实意味着现行规则并未得到业界的广泛认同,同时似乎也尚未得到司法案例更明确的认可。业界的解释和实践在合法性上其实是不确定的,证券投顾、产品投顾等市场主体面临着较高的法律及合规风险;也不排除利益受损的投资者可以提起相应的诉讼来对此挑战,引发讼累。这就说明现行规则不能给实践带来安定性和确定性,对其重述是必要的。

^① 皮海洲:《“卖出”评级研报为什么难成A股常态》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1628334131304701161&wfr=spider&for=pc>, 2025年5月16日访问。

^② 参见周永坤著:《法理学——全球视野》,法律出版社2016年版,第346—347页。

三、投资顾问概念的厘清及其制度定位

(一) 资本市场中的“买方”和“卖方”

顾名思义,资本市场是以资本(以证券为代表^①)为标的开展交易的市场。凡市场就有需求方和供给方,有买方和卖方。^② 资本市场中的“需求方”“买方”是指需求、买入证券的一方,一般称为投资者,是提供资金(做出投资)的一方;资本市场中的“供给方”“卖方”是指发行、卖出证券的一方,一般称为(证券)发行人,他们也是融资方,以上市公司为代表。在这两方中间,则有通过资本市场直接融资提供服务的中介机构(以证券公司为代表)。^③ 根据“不得双方代理”的原则,^④同一家中介机构原则上不能同时代表上述买卖双方。因此,直接融资的金融中介机构与间接融资有所不同。^⑤ 在直接融资的交易中,买卖双方有必要各自聘请代表己方利益的中介机构提供专业服务,合规审慎地完成交易。

例如:处于卖方的人及其代理中介,旨在将证券发行、销售出去,其需要在推介之前或之中尽到相应的义务,如投资者适当性管理义务——所谓“卖者有责”——但他们无须对卖出此项证券后买方未来经济损益负责(最多影响其在市场上的长期声誉)。对于买方及其代理中介,则需要对其所买入证券在未来的经济损益负责,在卖者合规的情况下,必须由买方自行承担风险或损失,即“买者自负”。

资本市场是一个高度专业的金融市场,一般从事实体经济活动的公司或投资者对此并没有充分的比较优势,需要专业金融中介机构辅助,才能更好地参与资本市场活

① 股票、债券等证券,在广义证券范畴下,属于资本证券。参见朱锦清著:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第38页;谢怀栻著、程啸增订:《票据法概论》,法律出版社2017年版,第3—4页;董安生主编:《票据法》,中国人民大学出版社2009年版,第4—6页。

② 市场中的需求和供给是经济学的基本分析工具,市场上的商品价格取决于需求和供给曲线的交点,并由于这种价格机制的作用,使得供给和需求达到均衡,市场机制发挥作用。参见[美]保罗·萨缪尔森、威廉·诺德豪斯著、萧琛主译:《经济学》(第19版),商务印书馆2013年版,第43页。

③ 秦子甲著:《基金治理:全球观照与中国实践》,北京大学出版社2022年版,第6页。

④ 朱庆育著:《民法总论》,北京大学出版社2016年版,第350页。

⑤ 不少金融学教科书认为,间接融资和直接融资的差别在于,间接融资需要银行作为金融中介;而直接融资不需要金融中介,资金的供需双方通过金融市场直接交易。参见[美]弗雷德里克·S.米什金著,刘新智、史雷译:《货币金融学》(第2版),清华大学出版社2015年版,第25页;易纲、吴有昌著:《货币银行学》,格致出版社、上海人民出版社2014年版,第78页。

但有学者对这一说法进行了反思,其认为:当中介的形式越来越多并对中介机构越来越做广义的理解之后,就使得如何界定直接融资和间接融资出现了不少纷乱之处。参见黄达、张杰编著:《金融学》,中国人民大学出版社2020年版,第275页。

动,取得相应的收益。具体来说,资本市场中辅助“卖方”的金融中介机构主要由两个概念或两种职能所指代。一是投资银行,其在证券发行的一级市场助力发行人销售证券。二是投资咨询(其业务人员即为证券分析师、研究员等),其在证券交易的二级市场挖掘证券价值,促进和活跃交易,但立场会偏向发行人——当然,这并不排除有个别证券分析师会更加中立,必要时也发表“做空”报告,但这并非普遍实践。在中国香港特区的证券法上,从事投资银行业务须取得6号牌照(就机构融资提供意见),从事投资咨询业务须取得4号牌照(就证券提供意见)或5号牌照(就期货合约提供意见)。^①而资本市场中辅助“买方”的金融中介机构则是基金管理人、资产管理人(以下统称“基金管理人”)以及投资顾问。其通过汇拢投资者资金形成基金或资管产品的方式,^②在专业分析、预测的基础上,凭借其投资能力上的比较优势,做出比普通投资者更好的投资决策,力争实现投资者的最佳利益。形成更多、更好的投资决策,也是提升资本市场效率(如更准确定价等)、发挥直接融资优势的重要方面。在中国香港特区的证券法上,从事资产管理及具有投资决策权的投资顾问业务须取得9号牌照(资产管理)。

由上可见,中国香港特区的证券业务牌照分类具有相当的科学性。其4号和5号牌照可类比中国内地的证券期货投资咨询,此类持牌人没有投资决策权,偏重“卖方”;而9号牌照则发给具有投资决策权的投资顾问、基金管理人,属于“买方”。两者所代表的利益立场是不同的,而且是对立的。以上关于资本市场直接融资的整体架构可参见图1。

(二) 投资顾问概念更好的制度定位

依照前述传统文义解释,投资顾问仅仅是提供投资咨询的主体,其与投资咨询是一体的,此类“投顾”不应有投资决策权。而按照上述对资本市场“买方”“卖方”的理解,传统文义的“投资顾问”可称为“卖方投顾”或“咨询型投顾”。但在现行实践中,尤其是在产品投顾的大量实践中,其业务本质是具有投资决策权的,我们认为这应该是投资顾问概念更好的制度定位,也可称为“买方投顾”或“管理型投顾”。^③为了更好地厘清概念关系,避免误导,不妨更直接地将“投资咨询”限定为

^① 参见中国香港《证券及期货条例》附表5。

^② 如中国香港存在“全权委托证券交易”的模式,即取得“资产管理”相关业务资格的人,也可以直接为单个客户代理从事证券交易,其具有投资决策权。

^③ 正如美国最高法院法官在Lowe vs. SEC案中的附议意见所指出的,“投资顾问业务的特性是,投资顾问控制客户的事务,以便按照客户的个人需求和具体情境代替客户作出投资判断,这完全构成了一个职业,投资建议只是这个职业行为的附属物”。参见彭冰:《从Lowe案看美国对投资顾问的界定》,载《证券法苑》第1卷,法律出版社2009年版。

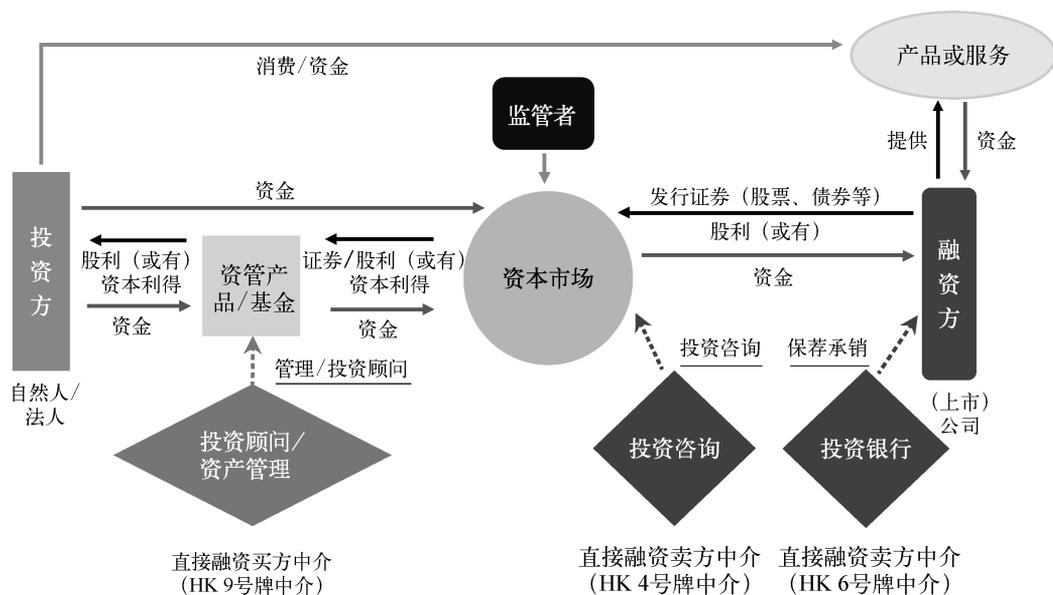


图1 资本市场直接融资的整体架构

“卖方投顾”，^①未来在此语境也不再沿用“投资顾问”概念，而将“投资顾问”概念限定为“买方投顾”。

如果做这样的概念分梳，现行试点中的基金投顾或许也能有一个更好的定位。其业务本质应当是一个“基金中基金”（fund of fund, FOF）的基金管理人，代客户做出如何配置公募基金份额的投资决策——未来或许也能扩大到配置其他基金份额。至于向客户提供关于基金投资组合的建议，则属于基金投资的咨询事项。考虑到基金销售活动必然会涉及向投资者推介是否买入某一只或几只基金，故该项咨询业务与基金销售业务的本质是一致的，可以合并。而在基金销售业务中，最为关键的是必须由投资者最终做出是否买入基金的决策。

同样，现行《证券投顾规定》中的证券投顾也不必再“犹抱琵琶半遮面”，采用“辅助客户决策”这样的表述。此类证券投顾要么向产品投顾转变，要么成为一类独立的、可以为单一客户提供以证券为投资标的的资产管理业务。需要着重指出的是，细

^① 证监会2025年的立法工作计划中有制定《证券投资基金投资咨询业务管理办法》的安排，但尚未公布有关草案。建议在此“立法”中，对投资咨询取狭义的定位：证券、期货投资咨询主要针对证券公司、期货公司中的分析师、研究员的投资研究和研究报告发布业务。基金投资咨询则可以针对各类基金及其基金管理人的业绩、运营表现加以研究，并发布特定研究报告、对特定基金的投资建议等；也可兼及基金销售人员在销售过程中的宣传推介行为，或将此类行为指向适用基金销售相关规则。投资咨询制度应与投资顾问制度成为两项各自独立的制度，从而消除其中的利益冲突。

读现行证券法,法条并没有全盘禁止所谓“全权委托”。证券法第134条的表述是:“证券公司办理经纪业务,不得接受客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或者买卖价格。”这意味着,证券公司在开展经纪业务时禁止全权委托;但证券公司也可以经营资产管理业务,在此项业务中,其可以担任证券投顾,并接受(单一)客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或者买卖价格。证券法第120条第3款规定,证券公司经营证券资产管理业务的,应当符合《中华人民共和国证券投资基金法》等法律、行政法规的规定。因此,证券投顾其实应该被纳入基金法规制的范畴。基金法应对此做出更充分的立法供给和回应。

(三) 投资顾问与基金管理人概念及其职责的辨析

对于投资顾问的新定位,还要解释的是,其与基金管理人一样具有了投资决策权,二者的差别又是什么。我们认为,在行使投资决策权或提供投资管理、资产管理服务上,二者没有本质差别。二者的差别主要体现在因基金组织形式不同而带来的基金管理职能外延分割上。就基金的组织形式来说,证券投资类基金主要有两种形式,一是契约型(信托型),二是公司型。^①

1. 契约型(信托型)

这是我国《证券投资基金法》规定的基金组织形式。上文提及的、我国实践中主要投资于证券的资管产品也基本全部采用该形式。在该形式中,基金或资管产品是独立的会计主体,但不是独立的法律主体(法人)。管理人和托管人为该资管产品的受托人,管理人一般负责“募投管退”等基金(资管产品)管理的全部职能。^②基于特定商业目的,如果管理人将“募投管退”中“投”这一项职能部分或全部外包给更有比较优势的投资顾问,亦无不可;^③而管理人则负责“募、管、退”三项。根据民事代理的基本原则,^④投资顾问在上述场景下行使投资决策权的效果归属于管理人,由管理人对投资者承担责任,投资顾问对管理人承担责任。管理人对投资者承担责任后,可以对违规或违约,且造成管理人损失的投资顾问追偿。契约型(信托型)架构参见图2。

^① 以下可参见秦子甲著:《基金治理:全球观照与中国实践》,北京大学出版社2022年版,第34—38页。

^② 具体职能范围可参见我国《证券投资基金法》第19条,该规定对基金管理人职能的表述是比较全面的。

^③ 例如:在某资管产品的证券投资范围中,包含通过港股通投资港股。但该产品的管理人在港股投资上不具有比较优势,其理论上可以聘请一家持香港9号牌的资产管理公司作为投资顾问,在约定的特定规模范围内,由该香港公司行使港股投资决策权,从而提升和优化该产品的业绩。依照比较优势理论,这对该产品的投资者而言,是有利的。

^④ 参见我国民法典第162条和第164条。

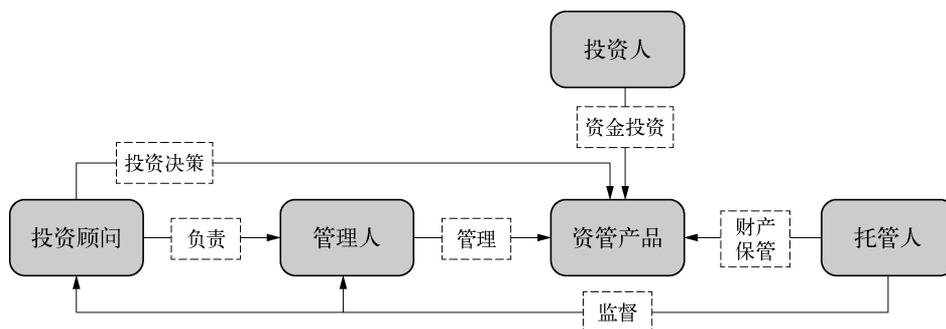


图2 契约型(信托型)架构

2. 公司型

在美国、开曼群岛等境外法域,基金多采公司型。这意味着该基金的组织形式在法理上是一个公司,有独立的法律人格(法人),既是独立的法律主体,也是独立的会计主体。存放基金财产的账户是以该公司法人名义开立的独立账户。根据法人的独立性,该账户中的法人财产就是独立于公司股东(投资者)的财产,从而形成独立的基金财产。作为公司,该基金设独立的董事会对其进行管理。基金董事会的职能一般包括:决定基金份额的估值政策、召开股东会(资管产品份额持有人会议)、基金运营中涉及利益冲突费用的批准、收益分配决策、资管产品审计和注册会计师的选任、合规管理、风险管理、投资监督、代表资管产品行使上市公司表决权等权利、聘请有关服务机构,包括但不限于投资顾问(Investment Adviser)、保管人(Custodian)、^①行政管理人(Fund Administrator)、经纪券商、基金销售机构等。^②因此,对于公司型架构,其未必有契约型(信托型)架构中的管理人。管理人的职能分由基金董事会和其聘请的投资顾问或其他基金服务机构(如行政管理人)各自承担。^③在这个分权的安排中,投资顾问除了投资管理和投资决策职能外,往往还有基金募集、基金会计核算和会计账簿管理、基金信息披露、投资者服务等职能。^④当然,它也可以将上述若干项职能再外

^① 此处的保管人(Custodian)有别于我国《证券投资基金法》上的托管人。其往往只有财产安全保管的职责而没有投资监督职责,后者主要由资管产品(公司)董事会负责。我国《证券投资基金法》上的托管人更准确的英译应该是 Depositary。参见秦子甲著:《基金治理:全球观照与中国实践》,北京大学出版社2022年版,第55—59页。

^② IOSCO: Examination of Governance for Collective Investment Schemes, 2006/2007.

^③ 由此,美国法上就罕见 Fund Manager 或 Asset Manager 概念,而是叫 Investment Adviser,中译就是“投资顾问”,其本质其实接近具有投资决策权(investment discretion)的基金管理人。美国投资顾问具有投资决策裁量权,可参见 Snyder v. Wells Fargo Bank, N.A., 941 F. Supp. 2d 389.

在中国香港特区,即便在合同上称为“投资顾问”(Investment Adviser),如本文附图3B中的投资顾问,但如果其具有投资决策权,也必须取得关于“提供资产管理”的9号牌,被视为资产管理人或基金管理人。

^④ IOSCO: Examination of Governance for Collective Investment Schemes, 2006/2007.

包给次级顾问(sub-adviser),如将基金募集职能再外包给基金销售机构等。

值得注意的是,实践中还有另一种衍生架构,设立在开曼群岛的私募基金往往采用此种架构:基金董事会聘请一个叫作“投资管理人(Investment Manager)”的机构,其负责除基金董事会职能之外的全部基金管理职能。投资管理人可以再将其相关职能外包给第三人,该第三人一般也会称为“投资顾问”。这里的“投资顾问”可以有投资决策权,也可以没有(投资决策权仍由投资管理人行使),仅行使若干项次要的基金管理职能,这由该“投资顾问”与投资管理人双方之间的约定所决定。

公司型架构参见图 3A 和 3B。

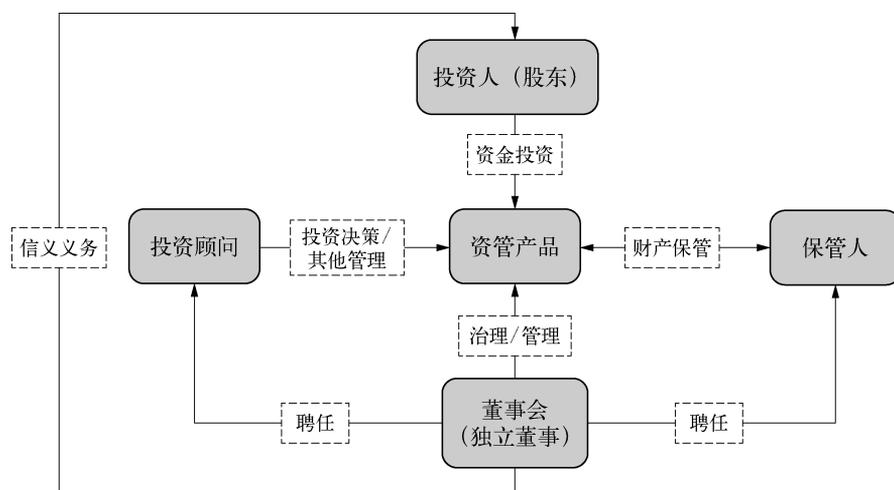


图 3A 公司型架构

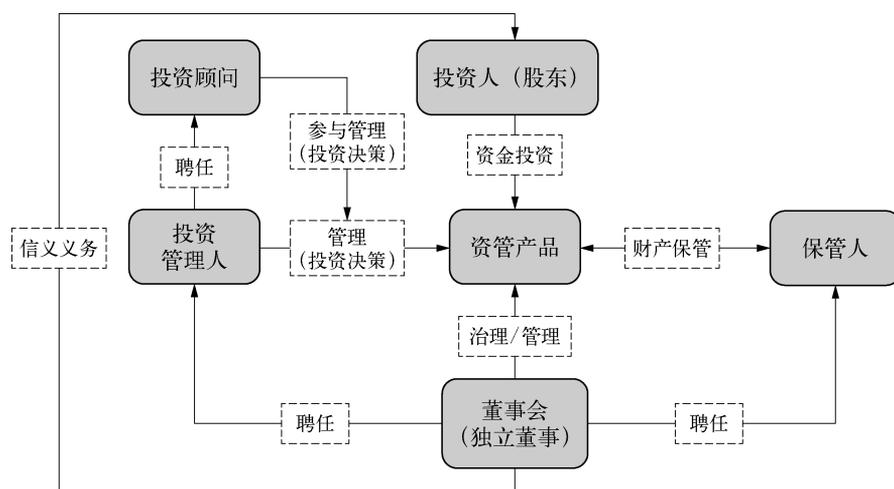


图 3B 公司型衍生架构

总结一下,本文界定的(买方)投资顾问和基金管理人在行使投资决策权事项上,二者基本是一致的。二者的差异主要是基于不同的基金组织形式和架构,使其具有了外延范围不等的职能。在契约型(信托型)架构中,基金管理人的职能外延最大,而投资顾问一般则是投资管理、投资决策方面的基金管理人的代理人。在公司型架构中,有的架构没有基金管理人,基金管理职能由基金董事会和投资顾问分担,投资管理、投资决策职能主要由投资顾问承担,或由其再外包给次级顾问承担;有的架构会设投资管理人,也可再分设“投资顾问”,这时的投资管理、投资决策职能由谁承担,需要根据投资管理人和“投资顾问”之间的协议约定确定。

四、制度重述 I : 通过基金法^①对投资顾问统筹规制

基于投资顾问属于“买方投顾”“管理型投顾”的新定位,以及投资顾问与基金管理人在具有投资决策权上的一致性,投资顾问制度可以有统一的法律规制框架,即以基金法为其上位法。

我们对实践中的几类投资顾问逐一分析:

就证券投顾而言,如前所述,其要么向产品投顾转变,要么成为一类独立的、可以为单一客户提供以证券为投资标的的资产管理业务。对于后一选项,现行证券法条文其实已经指向《证券投资基金法》,对此可顺势强化立法供给,在基金法层面完善相应规则。

对于基金投顾,其中的基金销售部分是目前监管中的独立行政许可事项,已经由基金法规制。而“管理型投顾”部分本质上是一个“基金中基金”的管理人,也应导入《证券投资基金法》对基金管理人的规制范畴。

需要重点阐释的是产品投顾。纵观目前各资管产品所适用规则的上位法,如银行业监督管理法、商业银行法、信托法、证券法、期货和衍生品法、保险法,没有一部法律明确提及了“投资顾问”概念。较早制定并颁布的银行业监督管理法和商业银行法都基本没有涉及目前的资产管理业务各项实践;信托法第30条还原则上要求受托人只能自己处理信托事务,委托他人代为处理只能作为例外存在;保险法则通过规制保

^① 本文所称《证券投资基金法》是指《中华人民共和国证券投资基金法》这一部现行有效的实体法律。本文所称基金法,首先是指关于基金的法律规范的统称,但更指未来修订后的可称为“基金法”的实体法律(但该法律的具体名称可再酌,如《中华人民共和国证券投资基金法》等)。

险资产管理公司间接涉及资产管理业务。唯有近期颁布的证券法和期货和衍生品法将对资产管理业务的规制指引向《证券投资基金法》。^① 由此来看,证券期货资管计划及其投资顾问可援引基金法为上位法,但其他资管产品的上位法实际上付之阙如——虽然有的规则提及“资管新规”,但从立法法角度,“资管新规”的效力位阶只是部门规章,没有更高的法律效力,难以被称为“上位法”。大量资管产品(理财计划、信托计划、保险管理计划等)缺乏明确的上位法规制,是我国资产管理行业立法滞后的突出表征。

就基金法或《证券投资基金法》中的“基金”一词,现行《证券投资基金法》等法律法规没有给出其法律上的定义。《朗文英汉词典》和《牛津英汉词典》对基金(Fund)的解释是:“为特定的目的而设立的一组资金和专款。”我国《辞海》对基金的理解是“具有特定用途的物资和资金。”^②我国目前基金业界的通说认为,基金其实就是有专门目的的一笔专项、独立财产。通说认为:基金具有财产汇集性、财产独立性、财产使用和基金运作的特定目的性以及管理的专业性等四项主要特点。^③ 因此,对照产品投顾所涉及的不以“基金”为名的资管产品,即银行理财计划、信托计划、证券公司私募资管计划、期货资管计划以及保险资管计划等,根据这些产品所适用的规则,^④其在法理本质和法律关系的构造上——诸如财产的独立性、管理人和托管人作为受托人设置、有特定投资范围等——其实与《证券投资基金法》下、采用契约型(信托型)组织形式的公私募基金是一致的,均具有基金的上述四大特点。^⑤ 故可以认为,这些资管产品在概念内涵上与“基金”具有相当的等价性。由此,既从资管产品投顾和基金管理人均具有投资决策权这一本质属性角度,也从资管产品和基金的法律关系构造具有同质性角度,将资管产品投顾纳入基金法规制是比较合适的,使其具有更坚实的法制基础,实现法的安定性。

① 参见证券法第120条第3款、《期货和衍生品法》第63条第2款。

② 吴晓灵主编:《投资基金法的理论与实践——兼论投资基金法的修订与完善》,上海三联书店2014年版,第11页。

③ 中国证券投资基金业协会组编:《基金基础知识与法律法规》,中国财政经济出版社2025年版,第50—51页。本书为我国基金从业资格考试的统编教材。

④ 银行理财计划适用《银行理财办法》第3条、第4条、第5条、第6条、第18条、第50条;证券投资信托计划适用《信托公司集合资金信托计划管理办法》第2条、第3条、第13条、第19条、第24条;证券公司私募资管计划、期货资管计划适用《私募资管办法》第2条、第6条、第14条;保险资管计划适用《保险资管办法》第3条、第8条、第5条、第15条等。

⑤ 唯一有细节差异的可能在“财产汇集性”上。目前通说认为“基金”必须汇集两人以上财产,一人委托的财产不叫“基金”。而资管产品则有可能是一人委托的专项资管计划,俗称“专户”。但在实践中,大多数资管产品仍汇集了多名投资者财产,其与基金的总体差异不大。

最后,在厘清投资顾问概念,明确其在基金法上的制度定位后,也就可以界定清楚什么是非法的投资顾问业务或活动,进而通过基金法设置相应的处罚和责任条款,给予其否定性评价。

五、制度重述 II：基金法具体条文建议

(一) 现行《证券投资基金法》条文表述的不足

除法律责任条款外,现行《证券投资基金法》涉及投资顾问的条款主要有如下三条:第97条规定了投资顾问等基金服务机构的准入机制是注册或备案;第101条规定了基金管理人与投资顾问之间的委托代理关系;第103条规定了投资顾问的职能和义务。其中,准入和职能义务条款的实施情况是不尽如人意的。

就准入而言,本文前述四种投顾形态的准入机制在实践中与法律规定不一:(1) 证券投顾依照证券法《国务院投资咨询办法》的规定适用审批制,即行政许可。(2) 基金投顾的市场准入尚处于试点备案阶段。(3) 产品投顾在实践中具体有从事资产管理业务的证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及中国证监会认可的其他金融机构,或者同时符合相关条件的私募证券投资基金管理人。^① 由此,产品投顾的市场准入分两种,上述中的金融机构是审批许可制;私募基金管理人则是自律登记制。(4) 其他自称“投资顾问”的主体未经任何前置准入程序。由是观之,《证券投资基金法》规定的准入及其使用的“注册或备案”措辞在大部分场景中未能体现。同时,因现行法并没有明确投资顾问的概念,也不知立法认为何种意义上的投资顾问可以经“注册或备案”准入。

就职能义务而言,第103条的规定似有有无的放矢,^②其没有妥善区分“卖方投顾”和“买方投顾”的角色差异,导致行文宽泛,没有抓准投资顾问的核心义务,不能有效规制实践中投资顾问业务的开展。

此外,由于投资顾问概念付之阙如,导致各种“投顾”层出不穷,容易给行政监管或司法裁判在案件处理的法律关系认定上造成困扰。

^① 该等条件为:(1) 在证券投资基金业协会登记满1年、无重大违法违规记录的会员;(2) 具备3年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩且无不良从业记录的投资管理人员不少于3人;(3) 中国证监会规定的其他条件。参见《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(以下简称《私募资管运作规定》)第36条。

^② 该条表述为:基金投资顾问机构及其从业人员提供基金投资顾问服务,应当具有合理的依据,对其服务能力和经营业绩进行如实陈述,不得以任何方式承诺或者保证投资收益,不得损害服务对象的合法权益。

（二）基金法关于投资顾问部分的条文修订建议

根据本文对投资顾问概念的新定位,在未来基金法修订时,宜从如下五个方面设置条款,做出规定。

一是给投资顾问下一个定义。投资顾问是指依照基金合同等资产管理合同约定,接受基金等资管产品管理人或其他客户的委托,有权自主处分基金等资产管理产品财产或客户指定的财产,对此开展投资管理的受托服务机构。该法律定义可实现如下立法目标:明确了投资顾问与基金管理人(资产管理人)之间是委托代理关系,投资顾问可享有投资决策权;赋予投资顾问“受托服务机构”的地位,说明投资顾问也应承担受托人的信义义务。同时,根据该定义,在投资顾问业务中可开放对单一客户的“全权委托”权限,允许在该客户指定财产的范围内为其提供投资管理服务。此外,考虑到公募基金及其管理人在中国受到更多的监管,建议公募基金管理人原则上不得任意将投资决策权外包给投资顾问。故还可以在投资顾问定义外,加上一定的限制,如:“除国务院证券监督管理机构另有规定外,公开募集基金的管理人不得委托投资顾问管理公开募集基金,但可委托投资咨询机构就管理公开募集基金提供投资咨询服务。”经此表述,也引出了投资顾问、投资咨询概念之不同,从而可再通过法解释论将投资咨询机构明确界定为“卖方投顾”。但还要指出的是,即便有上述限制,公募基金管理人所管理的私募基金或私募资管计划等资管产品,仍可以聘请投资顾问管理,对私募类资管产品可保留更多的灵活性。

二是规定投资顾问的准入机制。由于投资顾问具有投资决策权,会产生明显的外部性,^①对投资者利益有较大影响,有必要设定一定的准入门槛。现行准入方式主要是两种:金融机构的行政许可和私募基金管理人的依法登记并附加额外条件(基本按《私募资管运作规定》第36条执行)。该思路总体可行,经适当微调后,建议上升为法律条文。^②

三是明确投资顾问业务的法律关系。除了在投资顾问的概念中指示委托代理关系外,结合现行《证券投资基金法》第101条,可以对该等法律关系予以进一步明确和

^① 外部性是指:当一个行为主体的行动直接影响到另一个或另一些行为主体的福利时,我们就说前者的行动对后者具有外部性。参见姚洋著:《制度与经济增长》,文汇出版社2022年版,第68页。

^② 另有一个值得关注的细节:现行法下的私募基金管理人和金融机构都可以担任具有投资决策权的投资顾问,但前者的准入目前仅仅是在行业协会登记而后者则需要取得行政许可,两者是不对等的。这就带来前者是否真正适格或两者之间是否公平的问题。现行《证券投资基金法》实施以来,私募基金管理人依登记准入在实践中也出现了不少问题,其准入机制也值得反思。我们认为,适格的私募基金管理人应能担任投资顾问,但其适格性和准入机制则需要进一步探讨,这可以作为待研究的另一个课题。

强化。我们对此的立法表述建议是：“基金等资产管理产品的管理人或相关客户委托投资顾问的，应当与投资顾问签订书面的投资顾问协议，明确各自对于基金等资产管理产品或指定财产的管理职责。基金等资产管理产品的管理人应将约定的职责分配情况向基金等资产管理产品的投资者进行披露。基金等资产管理产品的管理人依法应当承担的责任不因委托而免除。投资顾问有过错的，对此承担责任的基金等资产管理产品的管理人可向投资顾问追偿。”上述表述的立法效果是：第一，进一步界定了基金等资管产品管理人或相关客户和投资顾问之间的责任关系。第二，明确了委托人和受托人双方应签订书面的投资顾问协议，厘清各自的权利义务。第三，在产品投顾场合，要求将基金等资管产品的管理人和投资顾问的各自职责向投资者披露，加强投资者保护。

四是完善投资顾问的核心职能及义务。首先，由于投资顾问享有投资决策权，而这是一项可自由裁量的权力，需要通过信义义务加以平衡，以避免其滥用。^① 因此，在基金法总则部分（如现行《证券投资基金法》第9条），应做出概括规定，如做出这样的表述：“基金管理人、基金托管人、投资顾问管理、运用基金财产，基金服务机构从事基金服务活动，应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。”其次，根据投资顾问的新定位及其业务特点，应在具体章节中规定：“投资顾问应当依照法律规定与合同约定，谨慎勤勉地开展投资管理，公平对待其自主管理和担任投资顾问的各个基金等资产管理产品以及不同客户的指定财产，建立利益冲突防范机制，防止利益输送，保障基金等资管产品投资者以及相关客户的最佳利益，但不得以任何方式承诺或者保证本金和投资收益。”上述表述的立法效果是：第一，明确投资顾问职能和义务的来源、范围是法律规定与投资顾问合同的约定。第二，对投资顾问的信义义务做适当展开，包括投资管理上的谨慎勤勉义务、忠实义务中的公平交易义务（或公平对待不同产品投资人的义务）、利益冲突防范义务、禁止利益输送义务等。第三，明确不得“保本保收益”，这是资产管理业务的基本原则。第四，指明信义义务的“落脚点”，即保障基金等资产管理产品投资者及相关客户的最佳利益。需要说明的是，“最佳利益”这一表述比“最大利益”好。在资本市场中，风险和收益是对等的。实现最大利益的同时往往需要承受最大风险。投资顾问以及资管产品管理人应当综合考虑收益和风险两方面因素，在特定风险条件下争取最大利益，在特定利益目标下控制最小风险，

^① 赵廉慧：《论信义义务的法律性质》，载《北大法律评论》第21卷第1辑，第66页。

故用“最佳利益”一词是更好的立法表述。

五是对未取得准入资质、非法从事投资顾问业务的主体设定相应的法律责任,包括行政责任和民事责任。在此责任条款的威慑下,实际不从事投资顾问业务的人——但其相关业务本身可能是合法的——未来也会倾向于不再使用“投资顾问”这个概念,从而逐步使“投资顾问”概念向其法定属性回归。

(责任编辑:万玉林 张鹏飞)