

美国证监会全面解读投资顾问信义义务与行为标准及其启示

张子学*

摘要:近期,作为美国证监会集中推出的进一步规范投资顾问行为、保护投资者权益组合举措的一项重要内容,其发布释令,对投资顾问的信义义务、注意义务、忠实义务与相应的行为标准进行了综合梳理与全面解读。本文介绍了该释令的主要内容,并简要列出了对我国基金资管行业监管的一些启示。

关键词:美国证监会 投资顾问 信义义务

在美国,业界普遍认为,投资顾问(investment adviser)^①对其客户负有信义义务(fiduciary duty)^②。从法源来看,投资顾问对客户的信义义务,既来自于普通法,也来自于联邦制定法。普通法法源是法官依据代理法或者信托法原则作出的判例,联邦制定法法源主要是《1940年投资顾问法》(以下简称《投资顾问法》)第206条。该条本来是一个类似于《1934年证券交易法》第10b条的一般性反欺诈条款,禁止投资顾问从事任何欺诈、欺骗或操纵性的行为。1963年美国联邦最高法院在“美国证监会诉资本利得公司案”(SEC v. Capital Gains)^③这一经典判例的判决书附带说明中指出,《投资顾问法》第206条反映了国会对“投资顾问关系微妙的信义性质”的承认。

* 中国政法大学民商经济法学院教授。

① 例如,对标我国,美国投资顾问从事的业务既包括基金管理,也包括投资咨询。

② 比如,投资顾问协会(the Investment Adviser Association, IAA)在其官网明确表示:“投资顾问对其客户负有信义义务,因此,投资顾问与其客户处于一种信任和信心(trust and confidence)的特殊关系。”

③ See SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U. S. 180, 194 (1963)。该案中,作为被告的投资顾问在自己账户建仓后不久,即推荐其客户买入进行长期投资,等股价上扬后自己账户迅速出货获利。这种操作被俗称为“剥头皮”交易(“scalping”,在我国证券执法实践中被较为文雅地称为“抢帽子”交易)。美国联邦最高法院认为,这种行为构成《投资顾问法》第206条下的欺诈。

这一意见为美国联邦最高法院的后续判决再次确认。^① 一般据此认为,《投资顾问法》第206条为投资顾问设定了一个“联邦”层面的信义义务标准,或称联邦信义义务。

不过,关于投资顾问信义义务内涵与外延的理解与执行,一直比较零散化。2019年6月为了重申、在某种意义上也是为了廓清《投资顾问法》第206条下投资顾问对其客户的信义义务,经过1年多时间的征求公众意见,美国证监会正式发布了IA-5248号释令(Release)《证监会关于投资顾问行为标准的解释》(Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, Release No. IA-5248),又称“最终解释”(Final Interpretation)。^② “最终解释”综合判例法、立法史、学术文献、美国证监会先前的释令和其他法律渊源,对投资顾问的信义义务、注意义务、忠实义务与相应的行为标准进行了综合梳理与全面解读;同时,“最终解释”也是美国证监会近期同时集中推出的进一步规范投资顾问行为、保护投资者权益组合举措的一个部分。^③ 本文旨在比较原汁原味地介绍这一“最终解释”的主要内容,并简要列出了对我国基金资管行业监管的一些启示。

一、对投资顾问信义义务的理解

根据美国联邦法律,投资顾问是受信人,美国联邦最高法院1963年在SEC v. Capital Gains 判决中,确认了投资顾问的信义义务。^④ 根据《投资顾问法》,投资顾问

^① 美国联邦最高法院在1979年 Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U. S. 11 (1979) 一案中认为,“正如我们此前认知,第206条设定了规制投资顾问行为的‘联邦信义标准’”,“的确,《投资顾问法》的立法历史毫无疑问地表明国会意在施加可执行的信义义务”。

^② “最终解释”全文见 <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>。

^③ 其他举措包括三个文件:一是《最佳利益条例》(Regulation Best Interest),为经纪交易商向涉及证券的“散户客户”提供投资建议设定了行为标准;二是《表格 CRS 关系总结》(Form CRS Relationship Summary),要求经纪交易商和投资顾问在与散户客户建立关系之初,即向客户提供一份“关系总结”,描述向散户投资者提供的服务、适用于这些服务的行为标准、费用和成本、利益冲突、本机构的受处分记录以及如何获得更多信息;三是《“只是附带”解释》(“Solely Incidental” Interpretation),解释何种情况下经纪交易商的顾问行为“只是附带”从而排除《投资顾问法》下“投资顾问”概念之适用。

^④ 美国证监会认为,SEC v. Capital Gains 讨论了《投资顾问法》的历史,以及平衡原则如何影响关于欺诈的普通法、改变了对受信人提起的诉讼,并指出国会认为投资顾问就是此种受信人。证监会曾在多个《投资顾问法》释令中阐述这种认识,包括2000年《投资顾问提交电子文档,对表格 ADV 的修订建议》(Electronic Filing by Investment Advisers; Proposed Amendments to Form ADV),《投资顾问法》释令 No. 1862 (Apr. 5, 2000); 2003年《投资公司与投资顾问合规要求》(Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers),《投资顾问法》释令 No. 2204 (Dec. 17, 2003); 2004年《投资顾问道德守则》(Investment Adviser Codes of Ethics),《投资顾问法》释令 No. 2256 (July 2, 2004)。

对其客户承担信义义务,信义义务包括忠实义务(a duty of loyalty)与注意义务(a duty of care)。信义义务在基金投资者保护中发挥着非常重要的作用。

该“最终解释”既适用于在美国证监会与各州注册的投资顾问,也适用于依据《投资顾问法》豁免注册或者受到禁止注册规限的投资顾问。

这一释令旨在强调有关投资顾问信义义务的原则,然而,其并非理解这些原则的唯一资源。判例法、法规,如《1974年雇员退休收入保障法》(Employee Retirement Income Security Act of 1974, ERISA)和州法律也对投资顾问赋予了相关义务;在某些情况下,其标准可能与证监会执行的标准有所不同。

长期以来,投资顾问与其客户之间的关系一直以信义原则为基础,而这些原则一般不会规定在具体法规或规则文本中。美国证监会认为,这种基于原则的做法应继续下去,因为它广泛地表达了投资顾问应遵循的标准,同时允许投资顾问根据具体服务的背景灵活地满足这一标准,因此,没有必要采用规则文本来实现监管目标。

(一) 信义义务

投资顾问的联邦信义义务,系基于衡平的普通法原则,是《投资顾问法》下投资顾问与其客户关系的基础。投资顾问的信义义务是广泛的,适用于整个投资顾问——客户关系。^① 投资顾问承担的信义义务,并未明确界定在《投资顾问法》或者美国证监会的规则中,而是反映了国会“关于投资顾问关系微妙的信义性质”的认知,与“消除或至少暴露所有可能会使投资顾问有意或无意提供不公正建议的利益冲突”的意图。^② 投资顾问的信义义务,是认知到投资顾问与客户之间关系的性质,以及导致《投

^① 美国证监会曾在不同背景下认识到《投资顾问法》第206条的广泛适用,如上述《投资顾问法》释令2106;又如在2015年关于Timbervest, LLC, et al.一案的《投资顾问法》释令No. 4197(Sept. 17, 2015)中,美国证监会认为,一旦投资顾问关系形成,《投资顾问法》就不允许在任何与投资顾问关系相关的投资交易中欺诈客户,滥用这种信义关系。另参见联邦地区法院在SEC v. Lauer, 2008 WL 4372896, at 24(S. D. Fla. Sept. 24, 2008)一案中的意见,“不同于《证券法》与《证券交易法》中的反欺诈条款,《投资顾问法》第206条不要求相关行为系在任何证券的‘发行或者出售中’,或者‘与任何证券的买或者卖相关联’”。Thomas P. Lemke和Gerald T. Lins的著作《投资顾问规管》(Regulation of Investment Advisers)(2013年版)第2:30节指出,“证监会已经把因投资顾问关系而生的欺诈,适用《投资顾问法》第206(1)与206(2),即使这些不当行为并没有具体涉及证券。”

^② 参见前述SEC v. Capital Gains。1948年,美国证监会在此后被广泛引用的关于Arleen Hughes一案(In the Matter of Arleen W. Hughes)的《证券交易法》释令No. 4048(Feb. 18, 1948)中,讨论了客户与双重注册人之间的信任和信心关系,并指出注册人是受信任人,根据《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的反欺诈条款应承担法律责任。

资顾问法》出台的“在目前可行的范围内消除滥用”的愿望,依据《投资顾问法》施加的。^① 这一义务,通过《投资顾问法》的反欺诈条款来执行。^②

《投资顾问法》下投资顾问的信义义务包括注意义务与忠实义务。^③ 这种信义义务,要求投资顾问“采纳委托人的目标、目的与意愿”。^④ 这就意味着投资顾问必须在任何时候服务于客户的最佳利益,不使客户利益服从于自己的利益。换言之,投资顾问不能把自己利益置于客户利益之上。这种注意义务与忠实义务的结合,已经被描绘为要求投资顾问始终为了客户“最佳利益”行事。^⑤ 投资顾问为了客户最佳利益行事,是既包括注意义务也包括忠实义务的一项首要原则。注意义务要求投资顾问基于客户的目标,为了客户最佳利益提供投资建议。而依据忠实义务,投资顾问必须消除或者充分完整地披露可能会使投资顾问有意或无意提供不公正建议的利益冲突,使客户能够对利益冲突提供知情同意,这是投资顾问为客户最佳利益行事义务的另一组成部分。

(二) 由关系范围确定的信义义务的适用

《投资顾问法》赋予投资顾问信义义务,系基于投资顾问与客户之间关系的性质,

^① 参见前述 *SEC v. Capital Gains*, 美国联邦最高法院考察《投资顾问法》的立法历史后认为,《投资顾问法》初始法案中的“政策声明”,认识到“如果投资顾问业务以欺诈或者误导投资者的方式进行,或者使这些投资顾问能够免除其对客户的信义义务,国家公共利益与投资者利益就会遭受不利影响”,故而宣称,本立法的政策与目的,以及与其相一致的条款,应被解释为意在减少以及在目前可行的范围内消除本条所列举的滥用行为。

^② 参见前述 *Transamerica Mortgage v. Lewis*, 美国联邦最高法院认为,《投资顾问法》的立法历史毫无疑问地表明,国会意在对投资顾问施加可强制执行的信义义务。一些评论者质疑《投资顾问法》赋予投资顾问的行为标准,认为普通法中与《投资顾问法》下的注意义务,要求投资顾问在执行职务时不得疏忽。机构有限合伙人协会(Institutional Limited Partners Association)的意见认为,《投资顾问法》的标准是一个较低的简单“疏忽”标准,依据《投资顾问法》第206(2)条的诉请不是基于欺诈故意(*scienter*, 包括明知与放任),只要证明疏忽就足以起诉。在 *Robare Group, Ltd., et al. v. SEC*, 922 F. 3d 468, 472 (D. C. Cir. 2019), *SEC v. Steadman*, 967 F. 2d 636, 643, n. 5 (D. C. Cir. 1992) 等案中,联邦地区法院认为,违反《投资顾问法》第206(2)条,可以基于简单疏忽(*simple negligence*)。在 *SEC v. Gruss*, 859 F. Supp. 2d 653, 669 (S. D. N. Y. 2012) 一案中,联邦地区法院认为,基于第206(2)条的诉请不是基于欺诈故意,只要证明疏忽就足以起诉。在 *SEC v. DiBella*, 587 F. 3d 553, 567 (2d Cir. 2009) 一案中,联邦巡回法院认为,政府处罚违反第206(2)条行为时不需要证明意图。然而,联邦地区法院在上述 *Robare v. SEC* 案以及 *SEC v. Moran*, 922 F. Supp. 867, 896 (S. D. N. Y. 1996), *Carroll v. Bear, Stearns & Co.*, 416 F. Supp. 998, 1001 (S. D. N. Y. 1976) 等案中认为,基于《投资顾问法》第206(1)条的诉请,要求欺诈故意。

^③ 参见上述《投资顾问法》释令2106。评论者大都认可这两种义务,如全美消费者联合会(Consumer Federation of America)、投资顾问协会等。但是也有评论质疑注意义务是否有足够的支撑依据。

^④ See Arthur B. Laby, “The Fiduciary Obligations as the Adoption of Ends”, 56 *Buffalo Law Review* 99 (2008)。另见《代理法(第三版)重述》[*Restatement (Third) of Agency*] (2006) 第2.02条“实际权力范围”(Scope of Actual Authority), 依据受托人对委托人表示与目标的合理解释界定受托人权力。

^⑤ 参见前述《投资顾问法》释令3060,“依据《投资顾问法》,投资顾问是受托人,其职责是为客户最佳利益服务,包括不把客户利益转嫁给自己的义务”。联邦巡回法院在 *SEC v. Tambone*, 550 F. 3d 106, 146 (1st Cir. 2008) 一案中认为,“第206条赋予投资顾问始终为基金最佳利益行事的信义义务”。联邦地区法院在 *SEC v. Moran*, 944 F. Supp. 286, 297 (S. D. N. Y. 1996) 一案中认为:“投资顾问被赋予为了客户最佳利益行事的责任与义务。”多数评论意见认可投资顾问为客户最佳利益行事的义务,也有评论比如投资公司协会(Investment Company Institute)的意见,质疑本解释是否适当地把最佳利益义务归为注意义务的一部分,还是应当归为忠实义务的一部分。

即信任与信心关系。^① 投资顾问的信义义务是原则导向,适用于投资顾问与客户整个关系。信义义务遵循投资顾问与其客户之间关系的轮廓,投资顾问及其客户可通过协议塑造这种关系,前提是要有充分公平的披露和知情同意。关于投资顾问与客户关系的范围,美国证监会认识到投资顾问提供广泛的服务,从客户可支付一次性费用的单一财务规划,到客户可根据投资组合中资产价值支付定期费用的持续投资组合管理。投资顾问还为各种各样的客户服务,从资产、投资知识和经验有限的散户客户到拥有非常大的投资组合和丰富的知识、经验和分析资源的机构客户。^② 本解释也适用于智能投顾(automated advisers),通常被俗称为“机器人顾问”。根据美国证监会的经验,《投资顾问法》所赋予的原则导向的信义义务,提供了足够的灵活性,可作为投资顾问的有效行为标准,而不论其所提供的服务类型或所服务的客户类型如何。

虽然根据《投资顾问法》,所有投资顾问对其每个客户都负有一项信义义务,但必须在投资顾问与客户之间关系的商定范围内来看待这一信义义务。具体而言,投资顾问信义义务所产生的具体责任,取决于投资顾问作为代理人同意为其客户即委托人承担何种职能。例如,投资顾问在与散户客户的持续关系中,提供全面、全权咨询意见的责任(比如,监测和定期调整受到有限配置限制的股票与固定收益投资组合),显著不同于其对注册投资公司或私募基金的责任;因为在后者情况下,合同非常具体地界定了投资顾问的服务范围与权力限制(如授权管理受具体参数限制的固定收益投资组合,包括集中度限制、信用质量和到期日)。

虽然投资顾问信义义务的适用因关系范围而不同,但在所有情况下,这种关系仍然是受信人对客户的关系。换言之,尽管投资顾问信义义务系以一种反映商定关系

^① 参见参议院银行和货币委员会小组委员会的听证会(Hearings on S. 3580 before Subcommittee of the Senate Committee on Banking and Currency, 76 th Cong., 3d Sess.)记录,“头部投资顾问强调它们与客户之间的信任与信心关系”。

^② 智能投资顾问与其他在证监会注册的投资顾问一样,要遵守《投资顾问法》的所有要求,包括提供符合信义义务的投资建议。参见证监会投资管理部2017年2月更新的《投资管理指引》“机器人顾问”,释明证监会职员关于智能投顾基于其业务模式性质,在寻求履行《投资顾问法》下义务时应考虑的《投资顾问法》下三个不同领域的指引。指引全文见 <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>。

范围的方式在适用,但是该义务不能被放弃。^①意在宽泛地免除投资顾问信义义务的合同条款,比如,(1)投资顾问不以受信人行事的声明;(2)全面放弃所有利益冲突;或者(3)免除《投资顾问法》下的任何具体责任,不管客户的成熟程度如何,均有悖于《投资顾问法》。

二、对投资顾问注意义务的理解

作为受信人,投资顾问对其客户负有注意义务。^②美国证监会在众多场合讨论了注意义务及其组成。^③注意义务包括但不限于:(1)提供符合客户最佳利益投资建议的义务;(2)在投资顾问有责任选择经纪交易商执行客户交易的情况下,争取客户交易最佳执行的义务;以及(3)提供建议并监督相关关系进程的义务。

(一)提供符合客户最佳利益建议的义务

这项义务包括提供适合客户的建议的义务。^④为了提供此种建议,投资顾问必须对客户目标有合理解,而此种合理解的基础,对于散户客户来说通常包括了解其投资画像,对机构投资者来说则是了解其投资使命。根据对客户目标的合理解,提供符合客户最佳利益的建议的义务,是注意义务的一个关键组成部分。

^① 由于投资顾问的信义义务系通过《投资顾问法》第206条执行,美国证监会认为,放弃第206条的执行,会触及《投资顾问法》第215(a)条。该条规定:“任何约束任何人放弃遵守本法任何条款的条件、规定或者条款……均为无效。”另见《代理法(第三版)重述》第8.06条“委托人同意”,即“适用于第1.01条所界定的代理关系的法律,对代理人可被授权采取不忠实行动的情况施加了强制性限制。这些限制起到了保护和警示的作用。因此,载有旨在事先解除代理人对委托人的一般信义义务的概括性或者宽泛语言的协议,不太可能具有可执行性。这是因为宽泛地解除代理人的信义义务,可能不能反映委托人一方足够的充分知情的判断;如果这种解除有效,将使委托人面临这样的风险,即该代理人将以委托人在同意该解除时不可预见的方式,滥用其代理人的地位。相反,当委托人同意特定交易或代理人特定类型的行为时,委托人有专注机会去评估更容易识别的风险”。

^② 参见上述《投资顾问法》释令2106,基于《投资顾问法》,“投资顾问是受信人,在代表客户提供的服务,包括代理投票上,对每个客户负有注意义务与忠实义务”。另见《代理法(第三版)重述》第8.08条,讨论了作为普通法事项的代理人对委托人的注意义务。塔马尔·弗兰克尔(Tamar Frankel)与亚瑟·拉比(Arthur B. Laby)在其2017年版著作《基金经理规管》(*The Regulation of Money Managers*)中认为,“投资建议可分为三个阶段,第一阶段是确定特定客户的需求,第二阶段是确定能够满足客户需求的投资组合策略,第三阶段是挑选投资组合中的证券。注意义务涉及每个阶段,取决于投资顾问对客户责任的深度或者广度”。

^③ 比如,《投资顾问所提供服务的适当性,相关顾问客户的托管账户报告》,《投资顾问法》释令No. 1406(Mar. 16, 1994)认为,投资顾问负有注意义务,并讨论了投资顾问的适当性义务。《关于1934年证券交易法》第28(c)条范围及相关事项的解释》及《证券交易法》释令No. 23170(Apr. 28, 1986)认为,“投资顾问作为受信人,对客户负有证券交易最佳执行的义务”。另见上述《投资顾问法》释令2106。

^④ 1994年美国证监会曾经提出过一个规则建议,明确了投资顾问只可向客户进行适当推荐的信义责任,见上述《投资顾问法》释令1406。尽管最后没有被付诸实施,该规则反映了美国证监会对投资顾问在《投资顾问法》下既存适当性义务的理解。

1. 合理探寻客户目标

投资顾问如何合理理解客户目标,将根据具体的事实和情况,包括客户的性质,投资顾问与客户关系的范围,以及预期的投资建议的性质和复杂性而有所不同。为了实现对散户客户目标的合理理解,投资顾问至少应当合理探寻客户的财务状况、金融成熟度、投资经验与财务目标(统称为散户客户的“投资画像”)。例如,为散户客户制定全面财务规划的投资顾问,通常需要获得一系列有关客户的个人与财务信息,如当期收入、投资、资产和负债、婚姻状况、税务状况、保险单和财务目标等。^①

此外,散户客户的投资顾问通常需要更新客户的投资画像,维持对客户目标的合理理解,并调整投资建议以反映任何已经发生变化的情况。^② 投资顾问需要更新客户的投资画像,以变更其所提供投资建议的频率,其本身取决于相关事实和情况,包括投资顾问是否知道已经发生的、可能导致其据以做成目前投资建议的投资画像不准确或不完整的事件。例如,在投资顾问还持续提供咨询意见的财务规划情况下,相关税法的变更,或者知道客户已经退休或经历了婚姻状况变化,会触发进行重新探寻的义务。

相反,如果是给机构客户提供投资建议,对客户目标进行合理探寻的性质与范围,一般是由这些客户的具体投资授权决定的。例如,负责就机构客户的投资级债券组合提供咨询意见的投资顾问,需要对该债券组合内的客户目标而非客户整个投资组合的目标有合理了解。与此类似,如果客户是注册投资公司或私募基金的投资顾问,则必须对基金的投资准则与目标有合理的了解。对于为机构客户,尤其是基金执行具体投资授权的投资顾问而言,更新客户目标的义务将不适用,除非投资顾问协议中另有约定。

2. 合理相信投资建议符合客户最佳利益

投资顾问必须合理相信其投资建议系基于客户目标符合客户最佳利益。合理相信的形成,包括考虑诸如是否只向那些能够并愿意容忍这些投资风险的客户推荐投

^① 在合理探寻投资者画像之后,通常来说,投资顾问依赖客户或者客户代理人提供的关于客户财务情况的信息,就是合理的;如果事后表明客户就作为投资建议基础的信息误导了投资顾问,就不能认为投资顾问未从客户最佳利益出发提供建议。

^② 在提供一次性投资建议时,不需要这种更新。美国证监会在本解释征求意见稿中指出,投资顾问“必须”更新客户的投资画像,以便调整反映已经发生变化的情况;征求意见后认为,任何更新客户投资画像的义务,如合理探寻散户客户目标的性质与程度,都取决于具体情况下的合理性;因此,在最终解释中修订了相关措辞。

资,而且对他们来说,潜在收益与风险是相匹配的。^① 投资建议是否符合客户最佳利益,必须根据投资顾问为客户管理的投资组合与客户的目标来评估。

例如,当投资顾问为具有保守投资目标的散户客户提供建议时,投资于某些衍生品以对冲利率风险或客户投资组合中的其他风险,可能符合客户最佳利益;而单独投资于某些定向投机衍生工具,可能不符合客户最佳利益。对同一客户而言,尽管在没有使用保证金的情况下投资某一特定证券,可能符合客户的最佳利益;但是,如果以保证金交易方式投资同一证券,则可能不符合客户最佳利益。然而,向金融上成熟的客户,比如具有适当风险容忍度的基金或其他成熟客户提供投资建议时,投资于此类衍生工具或保证金证券,或投资于流动性可能有限的其他复杂工具或其他产品,可能符合客户最佳利益。

同样,投资顾问在评估高风险产品,如分拆股票(penny stocks)或其他交易清淡的证券是否符合散户客户的最佳利益时,通常应对此类投资是否适合散户客户的风险承受能力和投资目标进行更严格的审查。另一个例子是复杂产品,如反向或杠杆式交易所交易产品(exchange-traded products),主要是为成熟投资者设计的短期交易工具,对于缺乏明确、短期、客户特定交易目标的散户客户来说,可能不符合其最佳利益,而且如果这类产品最初符合散户客户的最佳利益,它们将需要投资顾问的日常监控。^②

合理相信投资建议符合客户最佳利益,还要求投资顾问对投资进行合理调查,以足够避免其建议系基于重大不准确或不完整的信息。^③ 美国证监会已经针对投资顾问向客户推荐证券前,不实施独立或者合理调查的行为采取了执法行动。^④

与投资建议相关的成本(包括费用和补偿),通常是确定一种证券或者涉及一种

^① 表格 ADV 第 2A 部分第 8 条要求投资顾问描述其分析方法与投资策略,并披露投资证券涉及客户应准备承担的损失风险。该条还要求投资顾问解释其所使用的每一项重要投资策略或分析方法,与其推荐的特定类型证券所涉及的重大风险,如果这些风险重大或者特殊,还要做更详细的解释。因此,投资顾问必须识别和解释其投资策略与其推荐的证券类型所涉及的某些风险。投资顾问在确定推荐这些投资的客户时,需要考虑这些同样的风险。

^② 参见《交易所交易基金》与《证券交易法》释令 No. 10515 (June 28, 2018); 证监会职员与金融业监管局 2009 年发布的投资者警示:“杠杆式与反向 ETF: 对买入—持有型投资者具有额外风险的专业化产品”。美国证监会投资者教育与宣导办公室 2012 年发布的投资者公告牌:“交易所交易基金(ETFs)”。另见金融业监管局 2009 年发布的监管提示:“非传统 ETFs—金融业监管局提醒证券公司注意与杠杆式和反向交易所交易基金有关的销售操作责任”。

^③ 参见《关于美国代理投票系统的概念释义》与《投资顾问法》释令 No. 3052 (July 14, 2010), 表示受信任人“负有进行合理调查,以确定其建议并非基于重大不准确或者不完整信息的注意义务。”

^④ 例如,《证监会关于 Grossman 案的意见》(In the Matter of Larry C. Grossman), 《投资顾问法》释令 No. 4543 (Sept. 30, 2016) 就向客户推荐离岸私募投资基金,追究注册投资顾问一位负责人的法律责任。

或多种证券的投资策略是否符合客户最佳利益时考虑的许多重要因素之一,其他因素诸如投资产品或策略的投资目标、特性(包括任何特殊或不寻常的特征)、流动性、风险和潜在收益、波动性、在各种市场和经济条件下的可能表现、时间范围和退出成本。在考虑类似的投资产品或策略时,信义义务不一定要要求投资顾问推荐成本最低的投资产品或策略。

此外,如果投资顾问只是建议客户投资于最低成本(对客户来说)或最低报酬(对投资顾问来说)的投资产品或投资策略,而不是基于其为客户管理的投资组合进一步分析其他因素与客户投资目标,则不能认为履行了提供符合客户最佳利益投资建议的信义义务。相反,如果投资顾问合理地得出结论,认为有关投资或策略的其他因素强过成本因素,根据客户目标投资或策略符合客户最佳利益,则投资顾问可以推荐成本较高的投资或策略。例如,与投资于公众公司的基金相比,私募股权基金收费相对较高、流动性显著较低;投资顾问建议具有高风险容忍度和足够投资经验的客户投资于私募股权基金,如果该私募股权基金因提供了与客户整体投资组合相适应的资产类别的敞口,从而符合客户最佳利益,则应认为投资顾问尽到了信义义务。

投资顾问信义义务适用于投资顾问向客户提供的所有投资建议,包括关于投资策略、聘用次级顾问和账户类型的建议。^① 关于账户类型的建议,包括是否开立某一类型的账户(如基于佣金的经纪账户或基于收费的顾问账户)或者通过该账户投资,以及是否将资产从一个账户(如退休账户)转到投资顾问或其附属机构管理的新账户或现有账户。^② 在提供关于账户类型的建议时,投资顾问应考虑其提供的所有类型的

^① 此外,对潜在客户来说,投资顾问负有《投资顾问法》第 206 条下的反欺诈责任,该条的适用范围包括但不限于对潜在客户进行欺诈或欺骗的交易、操作或业务过程,包括有关投资策略、聘用次级顾问和账户类型的交易、操作或业务过程。美国证监会认为,为了避免这项反欺诈条款所规定的法律责任,投资顾问在就这些事项提供任何意见之前,应掌握关于潜在客户及其目标的足够信息,以形成提供建议的合理基础。在潜在客户成为投资顾问的客户时(如在开户时),信义义务适用。因此,虽然就这些事项向潜在客户提供咨询意见必须遵守《投资顾问法》第 206 条规定的反欺诈规定,但当潜在客户成为客户时,投资顾问还必须履行其关于任何此类咨询意见(如关于账户类型)的信义义务。

^② 美国证监会认为,有关“转户”的建议,除了任何有关待转户资产的投资或投资策略的建议外,还包括有关账户类型的建议,因为该等建议必然包括有关资产转入的账户类型的意见。如下文所述,作为一般事项,投资顾问的监管义务延伸到它向客户提供的所有个性化建议,包括诸如在持续的关系中,评估客户的账户或者项目类型,例如,包管账户(wrap account)是否依然符合客户最佳利益。

账户,并在其提供的账户类型不符合客户最佳利益时向客户确认。^①

(二) 寻求最佳执行的义务

在投资顾问有责任选择经纪交易商执行客户交易(一般在全权委托管理账户的情况下)时,其注意义务包括寻求最佳执行的义务。^② 在履行这一义务时,投资顾问必须设法为每一个客户争取交易的执行,使客户在每笔交易中总的成本或者收益在当时情况下是最有利的。如果投资顾问是在交易时发生的特定情况下抱着使客户的价值最大化的目的,代表客户寻求执行证券交易,则其履行了这一职责。最大化价值不仅仅是最小化成本。在寻求最佳执行时,投资顾问应考虑“经纪服务的整体范围和质量,包括但不限于所提供研究的价值以及执行能力、佣金率、财务责任和对投资顾问的回应”。换言之,“决定性因素”并非最低的可能佣金成本,“而是交易是否代表着最佳质量的执行”。此外,投资顾问应“定期与系统地”评估其正在为客户接受的执行情况。^③

(三) 提供建议并监控关系过程的义务

投资顾问的注意义务,还包括在考虑商定关系范围的情况下,以符合客户最大利益的频率提供建议和实施监控的义务。^④ 例如,当投资顾问与客户有持续关系,并定期以基于资产的收费作为补偿时,投资顾问提供建议和监督的职责将相对广泛,因为

^① 因此,在向客户或者顾客提供关于账户类型的建议时,获得双重牌照的金融专业人士(经纪交易商的关联人与投资顾问的受监管人),无论其是否为双重注册机构、关联公司或非关联公司工作,在确定顾问建议是否符合客户最佳利益时,应考虑到所提供的账户(既包括经纪账户,也包括投资顾问账户)。只是投资顾问受监管人的金融专业人士,无论该投资顾问是双重注册机构还是经纪交易商的关联方,只可以推荐符合客户最佳利益的、投资顾问可以提供的投资顾问账户。如果只是投资顾问受监管人的金融专业人士,选择建议客户考虑非投资顾问账户,或者与双重注册机构或其附属公司的其他人员就非投资顾问账户进行交流,该建议应符合客户最佳利益。这一框架同样适用于潜在客户,但向潜在客户提供的任何咨询或推荐均须遵守联邦证券法的反欺诈规定。

^② 参见《证监会关于〈1934年证券交易法〉第28(c)条下客户佣金操作的指引》,《证券交易法》释令 No. 54165 (July 18, 2006),称投资顾问承担“最佳执行义务”。上述《投资顾问法》释令 3060,论及投资顾问在定向经纪安排和披露美元操作方面的最佳执行义务。《投资顾问法》规则 206(3)-2(c)提及投资顾问对客户交易的最佳执行义务。

^③ 《投资顾问法》并不禁止投资顾问使用关联经纪去执行客户交易。不过,由于涉及利益冲突,应进行充分公正的披露,并获得客户的知情同意。参见《关于〈1940年投资顾问法〉第206(3)条的解释》《投资顾问法》释令 No. 1732 (Jul. 17, 1998),论及将《投资顾问法》第206(3)条适用到相关委托与代理交易中。

^④ 参见 SEC v. Capital Gains,把投资顾问的“基本功能”描述为“向客户提供基于个人的合格、公正和持续的关于其投资健全管理的建议”。See Barbara Black “Brokers and Advisers-What’s in a Name?”, 32 *Fordham Journal of Corporate and Financial Law* XI (2005),投资顾问的义务既包括管理账户,也包括监督账户运营并对投资组合进行适当调整。Also See Arthur B. Laby “Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers”, 55 *Villanova Law Review* 701 (2010),述及投资顾问的行为范围,可以通过协议变更,投资顾问的信义义务应与关系的范围相称。

这与关系的性质是一致的。^① 相反,如果没有关于投资顾问监督义务的明确协议,当投资顾问与客户之间属于有限期限的关系时,如提供一次性付费的一次性财务规划时,投资顾问不太可能有责任进行监督。换言之,在没有任何商定的限制或扩大的情况下,监督义务的范围将依据商定的顾问安排的期限与性质来确定。^② 一般来说,投资顾问的监督职责延伸到它向客户提供的所有个性化建议,例如,在持续的关系中,评估客户的账户或项目类型(如包管账户)是否依然符合客户的最佳利益。

三、对投资顾问忠实义务的理解

忠实义务要求投资顾问不让客户利益服从于自己的利益。^③ 换言之,投资顾问不得将自己的利益凌驾于客户的利益之上。^④ 为履行忠实义务,投资顾问必须全面、公正地向客户披露与顾问关系有关的所有重大事实。^⑤ 与顾问关系有关的重大事实,包括顾问机构就所提供的建议付诸实施的行事方式。这将特别适用于双重注册为经纪交易商与投资顾问的机构或个人,他们以顾问与经纪的身份为同一客户服务。因此,这些机构和个人一般应全面公正地披露他们打算以经纪身份行事的情况与打算以投资顾问身份行事的情况。这种披露可以通过多种手段实现,包括但不限于

① 然而,投资顾问与客户可以框定投资顾问的监控频率(例如,同意按季或按月度实施监控,并基于市场事件在期间内酌情实施监控),但条件是要有充分和公平的披露与知情同意。美国证监会认为,监控的频率以及与商定频率有关的任何其他重要事实,例如,在发生与客户投资组合有关的市场事件时,是否也会进行临时监控,是一个与投资顾问关系有关的重大事实,投资顾问必须充分和公平地披露这一事实,并按照其信义义务的要求获得知情同意。

② 参见上述 Laby 的论文,“如果投资顾问已经同意提供持续监督服务,其信义义务的范围要求对客户账户进行持续不断的监督,而不论是否有任何交易发生。投资顾问义务的这一特点,即使在非全权管理账户的情况下,也与管理非全权管理账户、不要求监督义务的证券经纪的责任形成鲜明对比”。

③ 参见上述《投资顾问法》释令 3060,“依据《投资顾问法》,投资顾问是受信任人,其责任是为客户最佳利益服务,这包括不让客户利益服从于自己利益”。忠实义务不仅适用于对潜在投资的建议,也适用于投资顾问向现有客户提供的建议,包括关于投资策略、聘用次级顾问和账户类型的建议。

④ 例如,投资顾问不能把自己利益凌驾于客户利益之上,不能偏袒自己的账户,也不能偏袒某些比其他客户支付更高费率的客户账户。美国证监会对那些将交易分配给自己账户,将不太有利或无利可图的交易分配给客户账户的投资顾问发动了多起执法行动,例如 SEC v. Strategic Capital Management, LLC and Michael J. Breton, Litigation Release No. 23867 (June 23, 2017), 投资顾问通过主经纪账户进行交易,然后将盈利的交易分配给自己的账户,将不盈利的交易放入客户账户,这违反了信义义务且未进行披露。实践中,客户利益优先是投资顾问常用的一种通俗易懂的表述方式,用来解释自己的忠实义务,这种解释方式可能更容易为散户客户理解。

⑤ 参见上述 SEC v. Capital Gains, “不披露重要事实,应被视为故意欺诈或欺骗”。另见上述《投资顾问法》释令 3060,“作为受信任人,投资顾问承担将任何可能影响顾问关系的重要信息告知客户的持续义务”。另见《表格 ADV 第 2 部分基本指令 3》(General Instruction 3 to Part 2 of Form ADV),“根据联邦和州法律,你是受信任人,必须向你的客户充分披露与顾问关系有关的所有重要事实”。

在关系开始时进行书面披露,明确规定双重登记人何时以投资顾问身份行事,以及如何通知行事身份的任何变化。同样,以投资顾问身份行事的双重注册人,应披露在何种情况下,其建议将仅限于通过其关联经纪交易商或关联投资顾问提供的特定产品。

此外,投资顾问必须消除,或者至少通过充分、公平披露,揭示所有可能导致其有意无意提供不公正建议的利益冲突。虽然充分公正地披露与顾问关系或利益冲突有关的所有重要事实以及客户的知情同意,可以防止这些重要事实的存在或者冲突本身违反投资顾问的信义义务,但这种披露与同意本身并不能满足投资顾问为客户最佳利益行事的义务。^① 为了说明什么是充分公平的披露,美国证监会就以下两点提供指导:一是适当程度的具体性,包括说明投资顾问“可能”有冲突的适当性;二是披露与在符合条件的客户之间分配投资机会有关的冲突的考量。

为了使披露充分和公平,它应足够具体,使客户能够了解重大事实或利益冲突,并做出知情决定是否提供同意。^② 例如,仅披露投资顾问有“其他客户”,而不说明投资顾问如何管理客户之间的冲突,或者仅披露顾问有“冲突”而不作进一步说明,都是不够的。同样,在冲突实际存在的情况下,披露投资顾问“可能”发生某一特定冲突,

^① 如上所述,投资顾问有义务为其客户最佳利益行事,这是一项总括性原则,既包括注意义务,也包括忠实义务。见上述 SEC v. Tambone,《投资顾问法》第 206 条“对投资顾问施加了始终为基金最佳利益行事的信义义务……这包括充分公平地披露所有重大事实的义务。顾问关系的范围不同,投资顾问对客户的信义义务也有区别”。

^② 参见上述 Arleen Hughes 案中,证监会认为,“由于忠实于其信托是受信人对委托人承担的首要义务,一般规则是,受信人不得将自己置于与委托人利益相冲突的境地。为避免任何利益冲突,并防止可能把仅为其委托人利益行事的义务置于次要地位,普通法上的受信人被禁止作为其委托人的对手方进行交易。但是,如果委托人对这类交易表示知情同意,则可以破例”。美国证监会也认为,“注册人负有向客户披露所有重要事实的积极义务,披露的方式必须足够清楚,以便客户能充分了解事实,能够给予其知情同意。联邦巡回法院在 Hughes v. Securities and Exchange Commission, 174 F.2d 969(1949)一案中,确认了证监会关于 Arleen Hughes 案的意见。另参见上述《表格 ADV 第 2 部分基本指令 3》,投资顾问的披露义务“要求其向客户提供足够具体的事实,以便客户能够理解投资顾问涉及的利益冲突与投资顾问所从事的业务操作,进而能够对这些冲突或者操作做出知情同意或者拒绝”。另参见上述《投资顾问法》释令 3060;《代理法(第三版)重述》第 8.06 条,即“如果委托人在以下前提下同意,则代理方的行为不构成第 8.01 条、第 8.02 条、第 8.03 条、第 8.04 条和第 8.05 条(指信义义务)所述的违反义务:(1)在获取委托人同意中,代理人(a)秉诚行事,(b)披露其知道、有理由知道或应该知道、会合理影响委托人判断的一切重要事实,除非委托人已表明该等事实已为委托人所知悉,或者委托人不愿知悉该等事实,(c)以其他方式公平地对待委托人;与(2)委托人的同意涉及可以合理预期发生在代理关系正常过程中的具体行为或交易,或者具体类型的行为或交易”。

而没有提供更多的信息是不够的。^① 例如,当利益冲突存在于某些(并非所有)类型或者层级的客户、建议或者交易时,不进一步披露涉及利益冲突的具体类型或者层级,美国证监会会认为使用“可能”是不适当的。此外,在列出所有可能或潜在利益冲突清单之前,不顾其可能性,简单地使用“可能”,并将实际利益冲突混淆到客户无法提供知情同意的程度,是不适当的。另外,“可能”一词可适当地用于向客户披露目前不存在但今后可能合理出现的潜在利益冲突。

披露是否充分公平,取决因素包括但不限于客户的性质、服务的范围,以及重大事实或冲突。对机构客户的全面公平披露(包括特殊性、详细程度和术语解释),在某些情况下可能与对散户客户的全面公平披露存在显著差异,因为机构客户通常比散户客户有更大的能力和更多的资源去分析理解复杂的利益冲突及其后果。^② 然而,无论客户的性质如何,披露必须足够明确和详细,使客户能够做出知情决定,同意或拒绝利益冲突。

在符合条件的客户之间分配投资机会时,投资顾问可能面临其自身利益与客户利益之间或不同客户之间利益的冲突。^③ 如果是这样,投资顾问必须消除或至少通过充分公平的披露揭示与其分配政策有关的冲突,包括投资顾问将如何分配投资机会,以便客户能够提供知情同意。^④ 在分配投资机会时,允许投资顾问考虑客户的性质、

^① 参见证监会 2016 年执法案例, *In the Matter of The Robare Group, Ltd., et al.*, 《投资顾问法》释令 No. 4566 (Nov. 7, 2016), 证监会认为,案涉投资顾问仅披露它“可能”得到某种类型的补偿是不够的,因为它没有透露实际上有一项安排,根据这一安排,它收到的费用可能存在利益冲突。另参见上述证监会执法案例, *In re Grossman*, 证监会认为“在(有关 ADV 表格披露)中,使用预期性的‘可能’是有误导性的,因为它暗示(经纪人)仅是可能会在以后某个时候进行转介和/或支付‘转介费’,而事实上,一项佣金分享安排已经到位并在产生收入”。另参见联邦法院在 *Dolphin & Bradbury, Inc. v. SEC*, 512 F.3d 634, 640 (D. C. Cir. 2008) 一案中,肯定了美国证监会的意见,即披露未来事件“可能”发生的风险与披露事件“即将”发生的实际认知,二者之间存在关键区别。证监会在《表格 ADV 第 2 部分基本指令 2》(General Instruction 2 to Part 2 of Form ADV) 中,告诫投资顾问,如果它们存在利益冲突,或者实施与某些(并非所有)类型或层级的客户、建议或交易有关的操作,应如是说明,而不是披露它们“有可能”存在利益冲突或者从事这种操作。

^② 参见上述 *Arlen Hughes* 案中证监会的意见,“披露的方法和范围,取决于所涉及的特定客户”,一个不成熟的客户可能需要比知情投资者更广泛的解释。

^③ 参见《代理法(第三版)重述》第 8.01 条“一般信义原则”,即“除非委托人同意,一般信义原则,如第 8.02 至 8.05 条所述的更具体的忠实义务所阐明的,也要求代理人不得利用代理人的地位或委托人的财产使代理人或第三方受益”。

^④ 证监会已经采取了许多执法行动,指控投资顾问不公平地将交易分配给优先客户,而没有进行全面公平的披露;证监会职员 2011 年研究报告《依据〈多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法〉第 913 条要求对投资顾问与经纪交易商的研究》(全文见 <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>) 叙述了这些案例。See Barry Barbash, Jai Massari, “The Investment Advisers Act of 1940; Regulation by Accretion”, 39 *Rutgers Law Journal* 627 (2008), 认为根据《投资顾问法》第 206 条以及传统的信托法与代理法概念,投资顾问不得给予某些客户优惠待遇,或者系统性地排除符合条件客户参与特定机会,而不向客户提供有关对待的适当信息。

目标以及关系的范围。^① 投资顾问不一定要有按比例分配的政策,或任何特定的分配方法,但与其他利益冲突和重要事实一样,投资顾问的分配操作不应妨碍它提供符合客户最佳利益的建议。

披露必须充分和公平,以便客户能够提供知情同意,并不是要求投资顾问做出肯定判断,即某一特定客户理解该披露且该客户对利益冲突的同意是在知情的前提下做出的。相反,披露应被设计为把客户置放于能够理解利益冲突并提供知情同意的位置。客户的知情同意可以是明示的,也可以是根据事实和情况默示的。^② 然而,如果投资顾问知道或理应意识到客户不了解冲突的性质和重要性,推断或者接受客户同意是不符合投资顾问的信义义务的。^③

在某些情况下,鉴于利益冲突的性质和程度,可能难以向客户提供充分传达重大事实或者利益冲突的性质、规模与潜在影响,足以使客户同意或者拒绝的信息。^④ 在其他情况下,披露可能不够具体,使客户无法了解冲突是否以及如何影响其收到的建议。特别是对于散户客户,可能很难提供关于复杂或广泛冲突的足够具体但又能够理解的信息。在所有这些情况下,如果投资顾问不能充分公平地向客户披露利益冲突,使客户能够提供知情同意,投资顾问就应当要么“消除”冲突,要么充分“缓解”(修改操作以减少)冲突,使充分公平的披露和知情同意成为可能。

充分公平披露与投资顾问关系相关的重大事实,与可能导致投资顾问有意无意提供不公正建议的利益冲突,有助于帮助客户或者潜在客户评估与选择投资顾问。因此,美国证监会要求投资顾问根据表格 ADV 第 2A 部向客户提交一份手册,列明最低披露要求,包括披露相关利益冲突。^⑤ 投资顾问须于订立合约时或签订合同前,

① 投资顾问与客户甚至可以同意,不会为客户分配或提供某些投资机会或投资机会类别。

② 美国证监会不把投资顾问的信义义务解释为要求充分公平的披露或者知情同意以书面顾问合同或其他书面形式进行。比如,可以通过表格 ADV 与其他披露相结合的方式达成,客户可以通过与投资顾问建立或延续投资顾问关系默示同意。

③ 参见上述 *Arleen Hughes* 案中美国证监会的意见,“如果注册人与其客户执行一项协议,而记录显示一些客户没有理解,而且无论如何,这并不包含其必须传达的基本事实,则不能认为注册人履行了信义义务”。

④ 如上所述,机构客户通常比散户客户有更大的能力和更多的资源来分析理解复杂的冲突及其后果。

⑤ 美国证监会在《表格 ADV 第 2 部基本指令 3》中告诫投资顾问:“根据联邦和州的法律,你是一个受信任人,必须向你的客户充分披露与投资顾问关系有关的所有重要事实。作为受信任人,你还必须设法避免与客户发生利益冲突,并至少充分披露你与客户之间可能影响投资顾问关系的所有重大利益冲突。这项义务要求你向客户提供足够具体的事实,使客户能够了解你所存在的利益冲突与你所从事的业务操作,并能够对这些冲突或操作给予知情同意或拒绝。”另参见联邦法院在上述 *Robare v. SEC* 一案中的意见,“不论表格 ADV 如何要求,(投资顾问)都有向客户充分、公平地披露利益冲突的信义义务”。

将手册送交准客户,以便准客户依据手册所载的信息决定是否建立投资顾问关系。^①在同时发布的一份释令中,美国证监会要求所有投资顾问在签订投资顾问协议时或之前,向散户投资者提交一份关系总结,包括但不限于对某些利益冲突的通俗易懂的总结,并鼓励散户投资者质询这些冲突。^②

四、对我国监管实践的启示

目前,我国《证券投资基金法》直接要求基金管理人“诚实信用、谨慎勤勉”,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》即“资管新规”间接要求资管机构“诚实信用、勤勉尽责”,立法上尚无明确的管理人信义义务条款。不过,中国证监会在相关涉及基金经理“老鼠仓”案件的处罚决定与新闻发布中,多次提及信义义务的概念;中国证券投资基金业协会近些年更是反复强调、宣讲基金管理人的信义义务的理念,并阐释管理人的信义义务有两大基本内涵:“一是忠实义务,二是注意义务。忠实义务是信义义务的核心要求,管理人要将自身利益置于投资人利益之下,一切与基金财产相关的决策都要从维护投资人利益出发,避免将投资人的决策及其基金财产置于利益冲突风险之中。”“注意义务是一种审慎义务,要求管理人具备高于普通投资者的风险管理意识和专业规范的操作方法,对‘基金财产的安全和稳定收益尽到合理的注意’。”^③美国证监会全面解读投资顾问信义义务与行为标准的思路与细节,可以在以下几个方面给我国的基金资管业监管带来一些启示。

第一,在功能监管模式下,所有基金资管机构均对客户负有信义义务;美国证监会的这一“最终解释”,既适用于在美国证监会与各州注册的投资顾问,也适用于依据

^① 参见《投资顾问法》规则 204-3。另参见上述《投资顾问法》释令 3060,“客户可以使用这一披露来选择自己的投资顾问,并持续地评估投资顾问的业务操作和冲突。因此,客户与潜在客户收到的信息披露,对他们做出知情决定的能力至关重要,包括是否聘用投资顾问,以及聘用投资顾问后如何管理这种关系。”“证监会《表格 ADV 第 2 部一般指令 3》要求,如手册内按要求纳入的信息不能满足投资顾问的披露义务,投资顾问“可能需要向客户披露表格 ADV 第 2 部没有具体要求,或者比手册条目要求更详细的信息”,这一披露可以“在手册中或以其他方式”做出。

^② 这份释令是《投资顾问法》释令 No. 5247 (June 5, 2019),“散户投资者沟通披露要求与限制使用某些名称或者头衔”,另参见上述《表格 CRS 关系总结》《表格 ADV 的修订》。

^③ 引自中国证券投资基金业协会洪磊会长 2019 年 7 月 18 日在《全球创投风投行业年度白皮书(2019)》《中国证券投资基金业年报(2019)》发布暨青岛科创母基金成立揭牌仪式上的致辞。

《投资顾问法》豁免注册或者受到禁止注册规限的投资顾问。^①

第二,信义义务的首要原则是为了客户最佳利益行事。注意义务要求投资顾问基于客户的目标,为了客户最佳利益提供投资建议。而依据忠实义务,投资顾问必须消除或者充分完整地披露可能会使投资顾问有意或无意提供不公正建议的利益冲突,使客户能够对利益冲突提供知情同意,这是投资顾问为客户最佳利益行事义务的另一组成部分。

第三,坚持所有投资顾问必须履行信义义务、不得以协议或者其他方式排除信义义务的底线,同时,允许投资顾问根据具体服务的背景灵活地满足信义义务标准。尤其强调,应在投资顾问与客户之间关系的商定范围内看待与落实信义义务。

第四,坚持以原则为基础的信义义务贯彻方式,不采用集中的信义义务规则文本,同时,信义义务与行为标准系通过一系列、不同方面的监管规则来体现,并依据立法上的反欺诈条款与依赖监管部门的执法行动强制执行。

第五,突出对散户投资者的保护。“最终解释”从发布初衷到字里行间,从注意义务到忠实义务,均认识到散户投资者与成熟机构投资者之间的差异,时时体现了对散户投资者权益的照顾与倾斜。

第六,注意义务既包括通过合理探寻客户目标、合理相信投资建议符合客户最佳利益,提供符合客户最佳利益的建议,也包括寻求客户交易最佳执行,还包括以符合客户最大利益的频率提供建议和监控与客户关系过程。

第七,忠实义务的核心在于如何解决利益冲突问题,落实忠实义务的主要手段是信息披露。投资顾问必须全面、公正地向客户披露与顾问关系有关的所有重大事实;必须消除,或者至少通过充分、公平披露,揭示所有可能导致其有意无意提供不公正建议的利益冲突;客户可以选择同意或者拒绝投资顾问存在的利益冲突,但其前提是投资顾问对重大事实与利益冲突的披露必须足够明确、详细,使客户能够做出知情决定。

^① 目前,我国基金业并未实现功能监管,影响到管理人信义义务、行为标准的统一与落实。权威人士呼吁,“金融产品的属性应遵循实质重于形式的原则。集合投资计划在国际上均视为证券,由证监会监管。目前银行非保本的理财产品、保险的非保本的资管产品、信托的集合信托计划、证券公司的大集合资管产品和公募私募基金都有共同的特征:按份额筹集资金;交由第三方管理和托管;投资人(份额认购人)享受收益并承担风险;管理人承担信义责任,收取管理费。这些特征符合证券的实质和信托的特质。”“按照功能监管的原则,新成立的合资资产管理公司最好不称为理财公司,即使沿用理财公司的称谓也应该由证监会统一监管,以实现功能监管并与监管国际接轨。”参见清华大学五道口金融学院理事长吴晓灵的演讲稿《关于资产管理市场对外开放问题的思考》,载《清华金融评论》2019年7月刊。