

关于投资顾问行为标准的解释

美国证券交易委员会

刘春彦* 张冬妮 王诗蕊**译

美国证券交易委员会

17 CFR Part 276

[发行号 IA-5248;文件编号 S7-07-18]

RIN:3235-AM36

关于投资顾问行为标准的解释

发布机构:美国证券交易委员会

类型:解释

摘要: 证券交易委员会(“SEC”或“委员会”)公布了关于 1940 年《投资顾问法》(“顾问法”或“法案”)投资顾问行为标准的解释。

日期: 2019 年 7 月 12 日生效。

欲知更多信息请联系: 奥拉瓦莱·奥里奥拉 (Olawalé Oriola), 高级律师; 马修·库克 (Matthew Cook), 高级法律顾问; 或詹妮弗·宋格 (Jennifer Songer), 分支机构主管, 电话 (202) 551-6787 或邮箱 IArules@sec.gov, 投资管理部投资顾问监管办公室, 美国证券交易委员会, 华盛顿特区东北大街

* 同济大学法学院副教授, 硕士研究生导师。

** 同济大学法学院民商法学硕士研究生。

100 号, 邮编: 20549 - 8549。

补充信息: 委员会正在公布《投资顾问法》[15 U. S. C. 80b]^[1] 中关于投资顾问行为标准的解释。

一、介绍

根据联邦法律, 投资顾问是受托人。^[2] 根据《投资顾问法》, 投资顾问对其客户负有的信义义务对委员会的投资者保护工作很重要, 信义义务包括注意义务和忠实义务。对委员会的投资者保护工作同等重要的是, 对零售客户推荐任何证券交易或涉及证券的投资策略时经纪—交易商的行为标准。^[3] 投资顾问和经纪—交易商在委员会监管的资本市场和更广泛的经济中都扮演着重要的角色。投资顾问和经纪—交易商与投资者之间存在不同类型的关系, 投资顾问和经纪—交易商提供不同的服务, 有不同的薪酬模式。这种多样性之所以重要, 是因为它为投资者提供了关于可以拥有的关系类型、可以获得的服务以及投资者如何支付这些服务的选项。

[1] 除非另有说明, 当委员会提及《投资顾问法》或其任何段落时, 指的是《美国法典》的 15 U. S. C. 80b, 其中《投资顾问法》已单独立法; 当提及《投资顾问法》或其任何段落下的规则时, 指的是《美国法典》已公布的第 17 编第 275 部分联邦法规 [17 CFR 275]。

[2] SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U. S. 180, 194 (1963) (“SEC v. Capital Gains”); 另见下文脚注 [34] ~ [44] 和附随文本; 《投资顾问法》第 2256 号释令 (2004 年 7 月 2 日, 投资顾问道德准则); 《投资顾问法》第 2204 号释令 (2003 年 12 月 17 日), 投资公司和投资顾问合规计划; 投资顾问电子申报; 《投资顾问法》第 1862 号释令 (2000 年 4 月 5 日), ADV 表格的拟议修正案。根据《投资顾问法》第 206 条, 投资顾问还对潜在客户负有反欺诈义务。

[3] 参见《交易法》第 34 - 86031 号释令 (2019 年 6 月 5 日) (“Reg. BI Adoption”), 最佳利益规则。《投资顾问法》下关于投资顾问行为标准的解释 (“最终解释”) 解释了《投资顾问法》第 206 条, 该条适用于委员会和国家注册投资顾问, 以及根据《投资顾问法》豁免注册或禁止注册的其他投资顾问。本最终解释旨在强调与投资顾问信义义务相关的原则。然而, 它并不是理解这些原则的唯一途径。另外, 在各种情况下, 判例法、法规 (如 1974 年《雇员退休收入保障法》, “ERISA”) 和州法律也规定了投资顾问的义务。在某些情况下, 这些标准可能不同于委员会实施的标准。

2018年4月18日,委员会提出了旨在提高经纪—交易商^[4]所需行为标准的规则和表格,并向零售投资者提供有关其经纪和咨询关系关键方面的清晰简洁的信息。^[5]与这些提议的公布相关联,委员会公布了一份关于《投资顾问法》项下投资顾问行为标准的解释供征集意见(拟议解释^[6])。委员会在拟议的解释中指出,委员会仍然认为,颁布解释并重申以及在某些情况下阐释投资顾问根据《投资顾问法》第206条对其客户负有的信义义务的某些内容是适合且有益的。^[7]在考虑了所收到的意见之后,委员会将公布这一最终解释,并对意见作出一些说明。^[8]

委员会收到了来自个人、投资顾问、交易或专业组织、律师事务所、消费者权益团体和律师协会的150多封关于委员会建议的解释的意见函。^[9]尽管许多评论人士普遍认为拟议的解释是有益的,^[10]但有些评论人士指出,根据《投资顾问法》,委员会解释的固有挑战涉及投资

[4] 《交易法》第83062号释令(2018年4月18日)(“拟议的BI规则”),最佳利益规则。

[5] CRS关系总结表格;ADV表格的修正案;《投资顾问法》第4888号释令(2018年4月18日),要求在零售通信中披露信息,并限制使用某些名称或头衔(“关系概要提案”)。

[6] 委员会关于投资顾问行为标准的拟议解释;《投资顾问法》第4889号释令(2018年4月18日),关于加强投资顾问监管的征求意见。

[7] 此外,委员会认识到,许多投资顾问提供非个人的投资建议。参见《投资顾问法》第203A-3条(在将“投资顾问代表”定义为“通过书面材料或口头陈述提供的投资咨询服务,其目的不在于满足特定个人或账户的目标或需求”的背景下,对“非个人投资咨询”进行定义)。本最终解释并未涉及《投资顾问法》在多大程度上适用于不同类型的非个人投资建议。

[8] 在拟议的解释中,委员会还要求就以下事项发表意见:委员会注册投资顾问人员的执照和继续教育要求;向拥有投资顾问账户的客户提供账户报表;证券交易委员会注册投资顾问的财务义务要求,包括忠实关系(fidelity bond),委员会将继续评估收到的回应意见。

[9] 以第S7-09-18号文件提交的意见函可在委员会网站<https://www.sec.gov/Comment/s/S7-09-18/s70918.htm>上查阅。委员会还考虑了在第S7-08-18号文件(关系概要建议书意见)和第S7-07-18号文件(关于最佳利益规则的提案的意见)中提交的意见。这些意见可参见委员会网站<https://www.sec.gov/comments/s7-08-18/s70818.htm>和<https://www.sec.gov/comments/s7-07-18/s70718.htm>。

[10] 例如,北美证券管理人协会(2018年8月23日)意见函(“NASAA函”)(说明拟议的解释是“有用的内容”);景顺公司(Invesco)意见函(2018年8月7日)(“Invesco函”)(同意“就适用于投资顾问的信义义务作出明确声明有好处”)。

顾问对客户负有的信义义务的广泛范围。^[11] 其中一些评论人士建议修改或撤回拟议的解释。^[12] 尽管大多数评论人士同意,如拟议的解释所述,投资顾问的信义义务包括注意义务和忠实义务,但他们对信义义务的各个方面有不同的看法,并在某些情况下寻求对信义义务适用的官方说明。^[13]

一些评论人士要求委员会改为采用规则文本。^[14] 长期以来,投资顾问与其客户之间的关系是建立在信托原则(fiduciary principles)的基础上的,这些原则一般未在具体的法规或规则文本中规定。委员会认为,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的标准,同时允许投资顾问在具体服务方面灵活地达到这一标准。委员会认为,在重申和在某些情况下说明信义义务的某些方面的最终解释中,

[11] 例如,Pickard Djinis 和 Pissari LLP(2018 年 8 月 7 日)意见函(“Pickard 函”)(注意到委员会“努力综合判例法、立法史、学术文献、委员会先前的释令和其他法源,对信托行为标准作出充分解释”);Dechert LLP 意见函(2018 年 8 月 7 日)(“Dechert 函”)(“对投资顾问信义义务的任何普遍解释都必须基于可靠和经过时间检验的原则,这一点至关重要。鉴于很难界定和涵盖投资顾问对其客户的所有义务,同时也考虑到咨询安排的多样性,今后将出现解释性问题。”);美国律师协会商法部联邦证券监管委员会对冲基金小组委员会意见函(2018 年 8 月 24 日)(“ABA 函”)(“委员会首先注意到,在具有普遍适用性的广泛声明中,很难对投资顾问信义义务进行定性。”)。

[12] 例如,L. A. Schnase 意见函(2018 年 7 月 30 日)(敦促委员会不要以最终形式发布拟议的解释,或至少在没有实质性改变或重构的情况下发布);货币管理研究所意见函(2018 年 8 月 7 日)(“MMI 函”)(敦促委员会“修订解释,使其反映投资顾问信义义务所依据的普通法原则”);Dechert 函(建议委员会撤回拟议的解释,转而依赖现有的权威和法源,以及委员会现有惯例提供解释性指导,以确定投资顾问信义义务的来源和范围)。

[13] 例如,剑桥投资研究公司(2018 年 8 月 7 日)意见函(“剑桥函”)(说明“更好地明确投资顾问的信义义务的所有方面,将提高制定此类政策和程序的能力,并有助于消除零售客户和投资专业人员的困惑”);机构有限合伙人协会意见函(2018 年 8 月 6 日)(“ILPA 函 1”)(“解释将为私募基金顾问对其客户承担的信义义务提供更多确定性。”);纽约市律师协会意见函(2018 年 6 月 26 日)(“纽约市律协函”)(说明有必要对投资顾问的信义义务进行统一解释)。

[14] 一些评论人士建议委员会将拟议的解释编成法典。例如,Roy Tanga 意见函(2018 年 4 月 25 日);Financial Engines 意见函(2018 年 8 月 6 日)(“Financial Engines 函”);ILPA 函 1;AARP 意见函(2018 年 8 月 7 日)(“AARP 函”);Gordon Donohue 意见函(2018 年 8 月 6 日);Financial Planning Coalition 意见函(2018 年 8 月 7 日)(“FPC 函”)。

采用规则文本对于实现委员会的目标不是必需的。

二、投资顾问的信义义务

《投资顾问法》规定了投资顾问的联邦信义义务。^[15] 此类信义义务源于普通法的原则基础,且对于《投资顾问法》中规定的投资顾问及其客户之间的关系尤为重要。^[16] 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。^[17] 《投资顾问法》或委员会规则未规定投资顾问应承担的具体的信义义务,但这反映了国会对“投资顾问关系的微妙信义性质”的认可以及国会“消除或至少披露所有利益冲突,这些利益冲突可能使投资顾问有意识或无意识地倾向于提供不公平的

[15] Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U. S. 11, 17 (1979) (“Transamerica Mortgage v. Lewis”) (“§ 206 确立了监管投资顾问行为的联邦信托标准。”) (引号省略); Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U. S. 462, 471, n. 11 (1977) (在讨论 SEC v. Capital Gains 时,说明了最高法院如何从术语“公平”的意义上解释欺诈行为,其“前提是最高法院承认国会打算通过《投资顾问法》为投资顾问建立联邦信托标准”); SEC v. Capital Gains, 前注[2]; 《投资顾问法》第 3060 号释令,对 ADV 表格的修正案(2010 年 7 月 28 日)(“《投资顾问法》3060 号释令”);“根据《投资顾问法》,投资顾问是受托人,其义务是为客户的最佳利益服务,其中包括不为自己利益而损害客户利益的义务”,《投资顾问法》第 2106 号释令(2003 年 1 月 31 日),引自投资顾问的委托投票权(《投资顾问法》第 2106 号释令)。

[16] 参见 SEC v. Capital Gains, 前注[2] (讨论了《投资顾问法》的历史,也讨论了公平原则如何影响有关欺诈的普通法以及其如何改变了针对受托人的诉讼,“国会承认投资顾问是受托人”)。

[17] 委员会以前曾在各种情况下承认《投资顾问法》第 206 条的广泛范围。例如,《投资顾问法》第 2106 号释令,前注[15];《投资顾问法》第 4197 号释令(2015 年 9 月 17 日),Timbervest, LLC 等(委员会意见)(“一旦投资顾问关系形成,《投资顾问法》不允许投资顾问在与信托关系有关的任何投资交易中利用这种信托关系欺骗客户。”);另见 SEC v. Lauer, 2008 WL 4372896, 第 24 页(佛罗里达州 S. D. 2008 年 9 月 24 日)(《证券法》和《证券交易法》的反欺诈规定不同,《投资顾问法》第 206 节不要求行为是“要约或出售任何‘证券’或‘与购买或出售任何证券有关’”);Thomas P. Lemke 和 Gerald T. Lins,《投资顾问监管》(2013 年版),§ 2:30 [“SEC 已经……适用第 206(1)条和第 206(2)条,其中欺诈源于投资咨询关系,即使不法行为并不涉及证券。”]。

建议”的意图。^[18]《投资顾问法》规定了投资顾问的信义义务,从而认可投资顾问与客户之间关系的性质,这也是对“在目前切实可行的范围内清除(投资顾问)滥用行为”这一愿望的认可,该愿望正是《投资顾问法》颁布的动因。^[19] 信义义务由《投资顾问法》的反欺诈条款强制执行。^[20]

根据《投资顾问法》的规定,投资顾问的信义义务包括注意义务和忠实义务^[21]。这种信义义务要求投资顾问“执行委托人的目标、目的

[18] 参见 SEC v. Capital Gains, 前注[2]; 另见《证券交易法》第 4048 号释令(1948 年 2 月 18 日), 有关 Arleen W. Hughes 的事项(Arleen Hughes)(委员会意见)(讨论客户与双重注册人之间的信托关系, 并说明注册人是受托人, 根据 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》的反欺诈规定应承担义务)。

[19] 参见 SEC v. Capital Gains, 前注[2][注意到《投资顾问法》原法案(original bill)中的“政策声明”, 宣称“国家公共利益和投资者利益受到不利影响……在进行投资顾问业务时以欺骗或误导投资者的方式进行或使此类投资顾问能够免除其对客户的信义义务。特此声明, 根据本编的规定进行解释, 本编的政策和目的旨在减轻并在目前切实可行的范围内消除本条中列举的滥用行为”](引自 S. 3580, 76th Cong., 3d Sess., § 202 和投资信托和投资公司——证券交易委员会的报告: 根据 1935 年《公共事业控股公司法》第 30 条, 关于投资顾问、投资管理、投资监督和投资咨询服务, H. R. Doc. No. 477, 76th Cong. 2d Sess., 1, at 28)(重点添加)。

[20] 同上; Transamerica Mortgage v. Lewis, 前注[15] (“该法案的立法历史无疑使国会打算施加可执行的信义义务”)。一些评论人士质疑《投资顾问法》所规定的投资顾问的标准。例如, Stark & Stark, PC 意见函(未注明日期) (“普通法和《投资顾问法》规定的注意义务仅要求投资顾问在履行义务时不要疏忽”)。机构有限合伙人协会意见函(2018 年 11 月 21 日) (“ILPA 函 2”) (“《投资顾问法》标准是一个较低的简单“过失”标准)。根据《投资顾问法》第 206(2) 条提出的索赔不是基于主观明知的, 仅凭疏忽即可充分主张。Robare Group, Ltd., et al. v. SEC, 922 F.3d 468, 472 (D.C. Cir. 2019) (“Robare v. SEC”); SEC v. Steadman, 967 F.2d 636, 643, n. 5 (D.C. Cir. 1992) (引自 SEC v. Capital Gains, 前注[2]) [违反《投资顾问法》第 206(2) 条的行为可能取决于对简单过失的认定]; SEC v. DiBella, 587 F.3d 553, 567 (2d Cir. 2009) [“政府无须表明(投资顾问)有意违反第 206(2) 条的意图”]; SEC v. Gruss, 859 F. Supp. 2d 653, 669 (S.D.N.Y. 2012) [根据《投资顾问法》第 206(2) 条提出的索赔不是基于主观明知的, 仅凭疏忽即可充分主张]。但是, 根据《投资顾问法》第 206(1) 条提出的要求需要主观明知。例如, Robare v. SEC; 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)。

[21] 例如, 《投资顾问法》第 2106 号释令, 前注[15]。评论人士通常认可这些义务。例如, 美国客户联合会意见函(2018 年 8 月 7 日) (“CFA 函”); 投资顾问协会意见函(2018 年 8 月 6 日) (“IAA 函”); 投资与财富研究所意见函(2018 年 8 月 6 日); Raymond James 意见函(2018 年 8 月 7 日); FPC 意见函。但是请参见 Dechert 函(质疑是否有足够的支持来履行注意义务)。

或愿望”。^[22] 这意味着,投资顾问必须始终为客户的最佳利益行事,而不是将客户的利益附属于自己。换言之,投资顾问不能将自身利益置于客户利益之上。这种注意义务和忠实义务的结合被描述为要求投资顾问始终以“客户的最佳利益”行事。^[23] 委员会认为,投资顾问有义务为其客户的最佳利益行事,这是一项包罗万象的原则,既包括注意义务,也包括忠实义务。参见下文更详细的讨论,委员会认为,注意义务要求投资顾问根据客户的目标为客户的最佳利益提供投资建议。根据其忠实义务,投资顾问必须消除或充分公平地披露所有可能使投资顾问倾向于——有意或无意的——提供不公平建议的利益冲突,以便客户能够对利益冲突提供知情同意。^[24] 委员会相信,这是投资顾问为客户的最佳利益行事义务的另一部分。

(一)根据关系范围确定的信义义务的适用

《投资顾问法》规定了投资顾问的信义义务,并承认投资顾问和客户之间关系的性质,即信托和信任关系。^[25] 投资顾问的信义义务是原则性规定,并适用于投资顾问和客户之间的关系。信义义务遵循投资顾问和客户之间关系的准则,投资顾问和客户可以通过协议塑造这种

[22] Arthur B. Laby, *The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends*, 56 *Buffalo Law Review* 99 (2008); 另请参见《代理法重述(第三次)》第2.02条“实际权限的范围”(2006年)(根据受托人对委托人的表现形式和目标的合理理解来描述受托人的权力)。

[23] 参见《投资顾问法》第3060号释令,前注[15](通过对ADV表格的修改,指出“根据《投资顾问法》,投资顾问是受托人,其义务是为客户的最佳利益服务,其中包括不以自己的利益取代客户利益”)(引自《投资顾问法》第2106号释令,前注[15])。参见 *SEC v. Tambone*, 550 F.3d 106, 146 (1st Cir. 2008) (“第206条对投资顾问施加信义义务,使其始终为基金的最佳利益行事……”); *SEC v. Moran*, 944 F. Supp. 286, 297 (S.D.N.Y. 1996) (“*SEC v. Moran*”) (“投资顾问被赋予履行维护其客户最佳利益的责任和义务”)。尽管大多数评论人士都认为投资顾问有义务为客户的最佳利益行事,但也有些人质疑拟议的解释是否适当地将寻求客户最佳利益视为注意义务的一部分,或者是否应将该义务视为忠实义务的一部分。例如,MMI函;投资公司协会意见函(2018年8月7日) (“ICI函”)。

[24] 参见下文脚注[67]~[70]和附随文本,了解关于知情同意的更详细的讨论,以及如何客观的基础上对其进行一般性的考虑和推断。

[25] 例如,参议院银行和货币委员会小组委员会就S. 3580举行的听证会, 76th Cong., 3d Sess. (主要强调投资顾问和客户之间的“信任和信托”关系); *SEC v. Capital Gains*, 前注[2](引用相同内容)。

关系,前提是投资顾问充分公平的披露和客户的知情同意。^[26] 委员会认识到投资顾问提供了多元化的服务,从客户可支付一次性费用的单一财务计划,到客户可能根据投资组合中资产的价值支付定期费用的长期投资组合管理都属于投资顾问和客户关系的范围。投资顾问还为各种各样的客户提供服务,从拥有有限资产、投资知识和经验的零售客户,到拥有庞大投资组合和丰富知识、经验和分析能力的机构客户。^[27] 根据委员会的经验,《投资顾问法》规定的以原则为基础的信义义务拥有足够的灵活性,可以作为投资顾问的有效行为标准,而不论投资顾问提供的服务或服务的客户类型如何。

尽管根据《投资顾问法》,所有投资顾问都应向其每一位客户承担信义义务,但必须根据投资顾问与客户之间约定的关系范围来分析这一信义义务。特别是,投资顾问的信义义务所产生的具体义务取决于投资顾问作为代理人同意为客户即其委托人承担的义务。例如,在与零售客户的持续关系中,投资顾问提供充分、自主的建议的义务(例如,在有限分配限制条件下,投资顾问监督和定期调整股本和固定收益投资组合的义务),该义务将与投资顾问对注册投资公司或私募基金的义务(合同规定了顾问的服务范围 and 对其权限的限制)有显著不同的实质性的特殊性(例如,根据特定参数管理固定收益投资组合的授权,包括集中度限制、信用质量和到期日范围)。^[28]

虽然投资顾问信义义务的适用因关系范围而有所不同,但在所有情况下,此种关系仍然是投资顾问对客户的受托关系。换言之,虽然投资顾问的联邦信义义务将以反映双方约定的关系范围的方式适用,但

[26] 一些评论人士要求委员会说明投资顾问和客户可以通过合同调整信义义务适用的关系范围。例如,MMI 函;Financial Engines 函;ABA 函。

[27] 这一最终解释也适用于智能投顾,通常通俗地称为“机器人顾问”。智能投顾和所有证券交易委员会注册的投资顾问一样,都要遵守《投资顾问法》的所有要求,包括要求他们提供与他们对客户的信义义务相一致的建议。参见投资管理部门,机器人顾问,IM 指南更新 No. 2017 - 02 (Feb. 2017),网址: <https://www.sec.gov/Investment/IM-Guidance-2017-02.pdf> (说明委员会工作人员根据《投资顾问法》指导 3 个不同领域,智能投顾在寻求履行《投资顾问法》规定的义务时,应根据其业务模式的性质加以考虑)。

[28] 参见本文注[35]后的正文。

不得豁免该义务。^[29] 一项旨在普遍豁免顾问联邦信义义务的合同条款,都将与《投资顾问法》^[30]不一致。^[31] 例如,(i)一份说明投资顾

[29] 因为投资顾问的联邦信义义务可通过《投资顾问法》第 206 条强制执行,委员会认为,放弃执行第 206 条涉及《投资顾问法》第 215(a)条“约束任何人放弃遵守本编任何条款的条件、规则或规定将无效”。另见《代理法重述(第三次)》§ 8.06 委托人同意书(2006)[第 1.01 节中所定义的适用于代理人关系的法律对(在特殊情形)被授权的代理人采取不忠行为的情况施加了强制性限制。这些限制有保护和警示的作用。因此,包含旨在提前解除代理人对委托人的普通信义义务的通用或广泛的语言的协议不太可能是可执行的。这是因为广泛地豁免代理人的信义义务可能不能反映出委托人充分知情的判断;如果解除合同生效,委托人将面临这样的风险:代理人将以委托人同意解除合同时无法预见的方式滥用代理人的地位。相反,当委托人同意代理人的特定交易或特定类型的行为时,委托人有一个集中的机会评估更容易识别的风险]。

[30] 参见《投资顾问法》第 206 条和第 215(a)条。评论人士普遍认为,客户不能通过协议豁免投资顾问的信义义务。参见 Dechert 函;Ropes & Gray LLP 意见函(2018 年 8 月 7 日)(“Ropes & Gray 函”),第 20 页;另见前注[29]。在拟议的解释中,委员会声明“投资顾问不能披露或协商,投资者也不能豁免联邦信义义务”。一位评论人士对这一广泛的声明提出不同意见,认为该声明对“投资顾问和客户界定顾问服务和义务范围的能力”提出了质疑。参见 ABA 函,也见 Financial Engines 函,委员会修改了这一声明,阐明普遍豁免信义义务将违反这一义务,并提供这种普遍豁免的例子。

[31] 一些评论人士提到 2007 年的一封不采取行动函,在这个函中,工作人员表示,投资顾问协议中旨在限制投资顾问在该协议下的责任的条款(所谓的“对冲条款”)是否会违反《投资顾问法》第 206(1)条和第 206(2)条,取决于相关的所有事实和情况。Heitman Capital Management, LLC, SEC 员工不采取行动函(2007 年 2 月 12 日)(“Heitman 函”)。一些评论人士表示,Heitman 函将投资顾问的能力扩大到私募基金以及潜在的其他具有经验的客户,在投资顾问协议中免除了投资顾问根据州法律承担的信义义务。例如,ILPA 函 1;ILPA 函 2。评论人士对 Heitman 函的描述表明这封函可能被错误地应用了。Heitman 函没有涉及投资顾问联邦信义义务的范围或实质内容;相反,它涉及对冲条款在多大程度上可能会误导违反《投资顾问法》的反欺诈规定。另一位评论人士同意对 Heitman 函的解读。参见美国投资委员会意见函(2019 年 2 月 25 日)。针对这些意见,委员会在下文中表达了委员会就投资顾问根据《投资顾问法》第 206(1)条和第 206(2)条使用对冲条款义务的看法。由于委员会在本最终解释中表达了委员会的观点,Heitman 函被撤回。这一最终解释清楚地表明,投资顾问的联邦信义义务可能不会被豁免,尽管其适用可以由协议来规范。根据适用的州法律,本最终解释不就适用于投资顾问的任何信义义务的范围或实质表明立场。参见前注[3]。对冲条款是否违反《投资顾问法》反欺诈条款的问题取决于所有相关事实和情况,包括客户的特殊情况(如投资经验)。然而,委员会认为,在少数情况下(如果有),与零售客户签订的协

问不会担任受托人的声明；(ii)充分放弃所有利益冲突；(iii)无论客户的经验如何，豁免任何根据《投资顾问法》所承担的特定义务。

(二) 注意义务

作为受托人，投资顾问对客户负有注意义务。^[32]委员会在许多情况下讨论了注意义务及其内容^[33]。注意义务包括但不限于：(i)提供符合客户最佳利益的建议的义务；(ii)在投资顾问有义务选择经纪—交易商执行客户交易的情况下，寻求客户交易最佳执行的义务；(iii)在相关过程中提供建议和监督的义务。

1. 提供符合客户最佳利益的建议的义务

注意义务包括提供符合客户最佳利益的投资建议的义务，包括提

议中的对冲条款与这些反欺诈条款是一致的——如果对冲条款旨在豁免投资顾问对客户行为的责任，且客户对这种行为可根据州或联邦法律对投资顾问提出不可撤销诉讼。这种对冲条款通常很可能误导这些零售客户，使其不行使合法权利，违反反欺诈条款，即使协议另有规定，客户可以继续保留其不可放弃的权利。与机构客户签订的协议中的对冲条款是否会违反《投资顾问法》的反欺诈条款，将根据具体事实和情况来确定。在一定程度上，如果对冲条款在投资顾问和客户之间造成利益冲突，投资顾问必须按照其忠实义务的要求解决冲突。

[32] 参见《投资顾问法》第2106号释令，前注[15]（说明根据《投资顾问法》，“投资顾问是一个受托人，对代表客户提供的所有服务，包括代理投票，负有注意和忠实的义务”，这是法案的主题，并引用前注[2]的SEC v. Capital Gains来支持这一点）。这一最终解释并未涉及投资顾问在代理投票时如何履行其信义义务的细节。另见《代理法重述（第三次）》第8.08条（讨论普通法下代理人对委托人的注意义务）；Tamar Frankel & Arthur B. Laby,《货币管理人条例》（2017年更新）（建议可分为3个阶段）。第一个阶段决定了特定客户的需求；第二个阶段决定了能够满足客户需求的投资组合策略；第三个阶段涉及投资组合将包含证券的选择。注意义务涉及每个阶段，取决于投资顾问对客户义务的深度或程度。

[33] 例如，投资顾问提供的投资建议的适当性；《投资顾问法》第1406号释令（1994年3月16日）中特定咨询客户的保管账户报表（说明投资顾问有注意义务，并讨论投资顾问的适当性义务）；关于1934年《证券交易法》第28(c)条范围和《证券交易法》第23170号释令（1986年4月28日）相关事项的解释性释令（“作为受托人的投资顾问有义务为客户在证券交易中获得最佳执行”）。委员会强调注意义务的特定情况，但不是所有情况。例如，《投资顾问法》第2106号释令，前注[15]。

供适合客户的建议的义务。^[34] 为了提供此类建议,投资顾问必须对客户的目标有合理的理解。对零售客户而言,这种合理理解的基础一般包括投资顾问对投资概况的理解;对机构客户而言,其包括投资顾问对投资委托书的理解。^[35] 在合理理解客户目标的基础上提供符合客户最佳利益的建议的义务是注意义务的一个重要内容。

合理寻求客户的目标

投资顾问如何合理理解客户的目标,根据具体的事实和情况而有所不同,具体的事实和情况包括客户的性质、投资顾问—客户关系的范围以及预期投资建议的性质和复杂性。

为了合理理解零售客户的目标,投资顾问应至少对客户的财务状况、财务成熟水平、投资经验和财务目标(委员会统称为零售客户的“投资概况”)进行合理的调查。例如,为零售客户制定综合财务计划的投资顾问通常需要获取有关客户的一系列个人和财务信息,如当前

[34] 1994年,委员会提出了一项规则,规定投资顾问有明确的应向客户提出适当建议的信义义务。《投资顾问法》第1406号释令,前注[33]。尽管这项规则从未被采纳,但是这项规则被设计,此外该规则反映了委员会对《投资顾问法》规定的投资顾问现有适当义务的解释。此外,委员会没有引用《投资顾问法》1406号释令作为委员会在这里表达的观点的权威来源,但至少有一封意见函是如此建议,而引用《投资顾问法》第1406号释令仅仅是为了表明委员会长期以来持有这种观点。参见管理基金协会和另类投资管理协会意见函(2018年8月7日)(表明委员会未能采纳拟议的适用性规则,意味着“投资顾问不受现行法规下明确的‘适当性’标准的约束”)。委员会认为,仅向客户提出适当建议的义务是投资顾问为客户的最佳利益行事的信义义务的一部分。因此,投资顾问必须提供适合其客户的投资建议,以符合其客户最佳利益。参见SEC v. Tambone案,前注[23] (“第206条规定,投资顾问应始终以基金的最佳利益行事……”);SEC v. Moran,前注[23] (“投资顾问有责任和义务为其客户的最佳利益行事。”)。

[35] 一些评论人士表示,对客户投资情况进行合理调查的义务可能不适用于机构客户。例如,贝莱德公司意见函(2018年8月7日);美国教师保险与年金协会意见函(2018年8月7日);安联全球投资者美国有限责任公司意见函(2018年8月7日) (“安联函”);约翰·汉考克(John Hancock)人寿保险公司(美国)意见函(2018年8月3日)。因此,委员会将此义务描述为合理理解客户目标的义务。虽然不是每个客户都有投资概况,但每个客户都有目标。例如,机构客户的目标可以通过其投资委托书来确定。

收入、投资、资产和债务、婚姻状况、税务状况、保险单和财务目标^[36]。

此外,零售客户的投资顾问通常有必要更新客户的投资概况,以保持对客户目标的合理理解,并调整建议以反映任何已变化的情况。^[37]投资顾问必须更新客户投资概况,从而将根据事实和现状(包括投资顾问是否意识到,已经发生的事件可能导致投资顾问当前建议基于的客户投资概况不正确或不完整)调整投资顾问提供投资建议的频率。例如,在投资顾问持续提供咨询意见的财务计划中,投资顾问对有关税法的变化或对客户退休或婚姻状况发生变化的了解可能会触发投资顾问重新调查的义务。

相比之下,在投资顾问向机构客户提供投资建议时,对客户目标进行合理调查的性质和程度通常取决于这些客户的具体投资委托书。例如,一名投资顾问被聘请就机构客户的投资级债券投资组合提供咨询意见,该顾问就需要合理了解客户在该债券投资组合中的目标,而不是客户在其整个投资组合中的目标。同样,客户是注册投资公司或私募基金的投资顾问,则需要合理了解基金的投资准则和目标。按照机构客户(特别是基金)具体投资委托行事的投资顾问,委员会认为更新客户目标的义务不应适用,除非投资顾问协议中另有规定。

对建议符合客户的最佳利益的合理信赖

投资顾问必须具有合理信赖,其根据客户的目标提供的建议符合客户的最佳利益。合理信赖的形成将涉及例如考虑是否仅将投资推荐

[36] 《投资顾问法》第 1406 号释令,前注[33]。在对客户的投资情况进行合理调查后,投资顾问通常有理由依赖客户(或客户代理人)提供的有关客户财务状况的信息,而且,如果后来发现客户在投资建议所依据的信息上误导了投资顾问,则不应认为投资顾问提供的建议不符合其客户的最佳利益。

[37] 在提供一次性投资建议的情况下,不需要进行这种更新。在拟议的解释中,委员会声明投资顾问“必须”更新客户的投资概况,以便调整建议从而反映任何变化的情况。委员会认为,更新客户投资概况的任何义务,例如对零售客户目标进行合理调查的性质和程度,都取决于在这种情况下合理条件。因此,委员会在本最终解释中修改了本声明的措辞。

给那些能够且愿意忍受那些投资风险以及潜在利益同风险相适应的客户。^[38] 必须根据投资顾问为客户管理的投资组合和客户的目标来评估建议是否符合客户的最佳利益。

例如,当投资顾问为具有保守投资目标的零售客户提供建议时,对某些衍生产品进行投资以对冲客户投资组合中的利率风险或其他风险,可能符合客户的最佳利益,而对某些投机性衍生品进行定向(directionally)投资则可能不符合客户的最佳利益。对同一客户而言,以保证金投资某一证券可能不符合客户的最佳利益,而在不使用保证金的情况下投资同一证券可能符合客户的最佳利益。然而,当为财务成熟的客户提供建议时,如为具有适当风险承受能力的基金或其他成熟客户提供建议时,投资此类衍生品或保证金证券,或投资其他复杂工具或流动性有限的其他产品,可能符合客户的最佳利益。

同样,当投资顾问评估高风险产品(如垃圾股或其他交易量小的证券)是否符合零售客户的最佳利益时,投资顾问通常应对此类投资是否在零售客户的风险承受能力和目标范围内进行更严格的审查。另一个例子是,在缺乏明确的、短期的、针对特定客户的交易目标的情形下,诸如主要是为成熟投资者设计的短期交易工具的反向或杠杆式交易的复杂产品,可能不符合零售客户的最佳利益,如果这些产品一定程度上最初符合零售客户的最佳利益,则需要投资顾问进行日常监督。^[39]

一个合理信赖是,投资建议符合客户的最佳利益还需要投资顾问对投资进行合理的调查,从而足以使投资建议不会基于实质性的不准

[38] ADV 表格第 2A 部分第 8 项要求投资顾问描述其分析方法和投资策略,并披露投资证券涉及客户应准备承担的损失风险。本项目还要求投资顾问解释其使用的每一项重大投资策略或分析方法所涉及的重大风险和其建议的特定类型的证券,如果这些风险是重大的或不寻常的,则应提供更详细的说明。因此,投资顾问必须识别并解释其投资策略所涉及的某些风险以及他们推荐的证券类型。投资顾问在确定向客户推荐这些投资时需要考虑那些相同的风险。

[39] 参见《证券法》第 10515 号释令(2018 年 6 月 28 日),交易所交易基金;SEC 工作人员和金融业监管局,《投资者警示、杠杆和反向 ETF:对买入和持有投资者具有额外风险的专业产品》(2009 年 8 月 1 日);SEC 投资者教育和宣传办公室,《投资者公告:交易所交易基金》(ETFs)(2012 年 8 月);另见金融业监管局第 09-31 号监管公告:非传统交易所交易基金——金融业监管局提醒公司注意杠杆式和反向交易所交易基金的销售操作义务(2009 年 6 月)。

确或不完整的信息。^[40] 委员会已在投资顾问向客户推荐证券之前未独立或合理地调查的情况下采取执法行动。^[41]

与投资建议相关的成本(包括费用和报酬)通常是许多重要因素之一,例如投资产品或战略的投资目标、特征(包括任何特殊或不寻常的特点)、流动性、风险和潜在收益、波动性,在确定涉及单个证券或含单个证券或多个证券的投资策略是否最符合客户最佳利益时,要考虑在各种市场和经济的状况、时间范围和退出成本的可能表现。在考虑类似的投资产品或策略时,信义义务并不一定要求投资顾问推荐成本最低的投资产品或策略。

此外,如果投资顾问不进一步分析为客户和客户目标管理的投资组合中的其他因素,而只是建议其客户投资于成本最低(对客户)或报酬最少(对投资顾问)的投资产品或策略,那么,投资顾问就无法履行其提供符合客户最佳利益的建议的信义义务。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超过成本,并根据客户的目标使投资或策略符合客户的最佳利益,则投资顾问可以建议更高成本的投资或策略。例如,与投资于上市公司的基金相比,建议具有高风险承受能力和丰富投资经验的客户投资于费用相对较高、流动性明显较低的私募股权基金,这可能符合投资顾问为客户最佳利益的信义义务,因为私募股权基金提供的资产类别适合客户的整体投资组合。

投资顾问的信义义务适用于投资顾问向客户提供的所有投资建

[40] 参见《投资顾问法》第 3052 号释令(2010 年 7 月 14 日)。例如,美国代理系统上的概念释令(表明受托人“有进行合理调查的注意义务,以确定受托人的建议并非基于重大不准确或不完整的信息”)。

[41] 例如,《投资顾问法》第 4543 号释令(2016 年 9 月 30 日)(委员会意见),关于 Larry C. Grossman(“In re Grossman”)(关于向客户推荐境外私募投资基金,对注册投资顾问的委托人施加责任);《投资顾问法》第 4563 号释令(2016 年 11 月 1 日),部分保留;《投资顾问法》第 4871 号释令(2018 年 3 月 29 日),对检查的回应[恢复 2016 年 9 月 30 日的意见和命令,但根据最高法院在 *Kokesh v. SEC* 案(137 S. Ct. 1635)(2017)中的判决,关于吐出非法所得和判决前利益的除外]。

议,包括有关投资策略、聘请次级顾问和账户类型的建议。^[42] 关于账户类型的建议包括,是否通过某种类型的账户(例如,基于佣金的经纪账户或基于费用的顾问账户)开立或投资的建议以及是否将资产从一个账户(如退休账户)转入投资顾问或投资顾问关联公司管理的新账户或现有账户的建议。^[43] 在提供有关账户类型的建议时,投资顾问应考虑其提供的所有类型的账户,并在投资顾问提供的账户类型不符合客户的最佳利益时向客户确认。^[44]

2. 寻求最佳执行的义务

投资顾问的注意义务包括寻求客户交易的最佳执行,此种情形下投资顾问有义务选择经纪—交易商执行客户交易(通常在全权委托账

[42] 此外,对于潜在客户,根据《投资顾问法》第 206 条的规定,投资顾问负有反欺诈义务,反欺诈义务包括但不限于适用于存在欺诈或欺骗潜在客户的交易、做法或业务过程,这些交易、做法或业务过程包含有关投资策略、聘请次级顾问和账户类型。委员会认为,为了避免承担本反欺诈条款项下的责任,投资顾问在就这些事项提供任何建议之前,应充分了解潜在客户及其目标以形成建议的合理基础。在潜在客户成为投资顾问客户的时间点(如开户时),适用信义义务。因此,虽然向潜在客户提供的有关这些事项的建议必须符合《投资顾问法》第 206 条的反欺诈规定,但当潜在客户成为客户时,投资顾问还必须履行其对任何此类建议(如关于账户类型)的信义义务。

[43] 委员会认为,关于“展期”的建议应包括关于账户类型的建议,以及关于待展期资产的投资或投资策略的任何建议,因为该建议必须包括关于待展期资产的账户类型的建议。如下文所述,一般而言,投资顾问的监督义务扩张至其向客户提供的所有个性化建议,包括在持续的关系中,评估客户的账户或计划类型[如包管账户(wrap account)]是否继续符合客户的最佳利益。参见后注[52]。

[44] 因此,在向客户或顾客提供有关账户类型的建议时,取得双重许可的金融专业人士[例如,经纪—交易商的关联人士和受投资顾问监管的人(无论该专业人士是否为双重注册人、关联公司或无关联公司工作)]在确定建议是否符合客户的最佳利益时,应考虑提供的所有类型的账户(如经纪账户和咨询账户)。仅为受投资顾问监管的人的金融专业人士(无论该咨询公司是双重注册还是与经纪—交易商有关联)在该投资顾问提供的咨询账户符合客户的最佳利益时,才可推荐该账户。如果仅作为受投资顾问监管的人的金融专业人士选择建议客户考虑非咨询账户(或与双重注册人或关联公司的其他人员就非咨询账户进行商谈),则该建议应符合客户的最佳利益。该框架同样适用于潜在客户的情形,但向潜在客户提供的任何建议或意见都将受到联邦证券法反欺诈条款的约束。参见前注[42]和前注[3]中采用的最佳利益规则(BI)。

户的情况下)^[45]。为履行这一义务,投资顾问必须设法为其每一位客户执行交易,在这种情况下使客户在每笔交易中的总成本或收益是最有利的。投资顾问通过寻求代表客户执行证券交易来履行这一义务,目的是在交易发生时的特定情况下为客户实现价值最大化。价值最大化不仅仅是成本最小化。在寻求最佳执行时,投资顾问应考虑“经纪商对投资顾问进行经纪服务的全部范围和质量,包括但不限于所提供研究的价值以及执行能力、佣金率、财务责任和响应能力”^[46]。换言之,“决定因素”不是可能的最低佣金成本,“而是交易是否代表高质量的最佳执行”^[47]。进一步,投资顾问应“定期和系统地”为客户评估其对该客户的执行情况^[48]。

3. 在投资顾问与客户之间的专业服务关系持续期间提供建议和监督的义务

投资顾问的注意义务还包括在考虑约定关系范围的前提下,以最

[45] 《交易法》第 54165 号释令(2006 年 7 月 18 日),参见 1934 年《证券交易法》第 28(e)条有关客户佣金做法的佣金指南(指出投资顾问具有“最佳执行义务”);《投资顾问法》第 3060 号释令,前注[15][讨论了在直接经纪安排和披露软美元(soft dollar)做法的背景下投资顾问的最佳执行义务];另见《投资顾问法》第 206(3)-2(c)条(提及投资顾问最佳执行客户交易的义务)。

[46] 《交易法》第 23170 号释令,前注[33]。

[47] 同上。

[48] 同上。《投资顾问法》并不禁止投资顾问利用关联经纪人执行客户交易。但是,投资顾问使用此类关联经纪人存在利益冲突,必须充分、公平地披露,客户必须提供对利益冲突的知情同意。另见《投资顾问法》第 1732 号释令(1998 年 7 月 17 日),1940 年《投资顾问法》第 206(3)节的解释[讨论《投资顾问法》第 206(3)节对某些委托人和代理交易的适用]。两位评论人士要求委员会规定与最佳执行有关的具体义务,健康市场协会意见函(2018 年 8 月 7 日)和 ICE Data Service 意见函(2018 年 8 月 7 日)。然而,规定投资顾问如何履行其最佳执行义务的具体要求不在本最终解释的范围内。

符合客户最佳利益的频率提供建议和监督的义务。^[49]例如,当投资顾问与客户保持持续关系并获得定期资产费用补偿时,投资顾问提供建议和监督的义务将相对广泛,这与此种关系的性质保持一致。^[50]相反,如果缺乏关于投资顾问的监督义务的明确协议,当投资顾问和客户之间的关系持续的时间有限时,例如提供一次性收费的一次性财务计划(one-time financial plan for a one-time fee),投资顾问不太可能具有监督的义务。换言之,在没有任何约定的限制或扩大的情况下,监督义务的范围将由约定的投资顾问安排的期限和性质来确定。^[51]一般而言,投资顾问的监督义务扩张到其向客户提供的所有个性化建议,包括在持续的关系中,评估客户的账户或项目类型(如一个包管账户)是否一直符合客户的最佳利益。^[52]

[49] 参见 SEC v. Capital Gains, 前注[2](将投资顾问的“基本职能”描述为“在个人基础上向客户提供有关其投资的健全管理的称职、公平和持续的建议”)(引用投资信托和投资公司——证券交易委员会的报告:根据1935年《公共事业控股公司法》第30条关于投资顾问、投资管理、投资监督和投资咨询服务, H. R. Doc. No. 477, 76th Cong. 2d Sess., 1, at 28)。参见 Barbara Black, Brokers and Advisers—What's in a Name?, 32 Fordham Journal of Corporate and Financial Law XI (2005) (“如果投资顾问的义务包括管理账户,则投资顾问有义务监督账户的执行情况,并对投资组合进行适当的改变。”); Arthur B. Laby, Fiduciary Obligations of Broker—Dealers and Investment Advisers, 55 Villanova Law Review 701 (2010年) (“Laby Villanova 文章”)(说明投资顾问的行为范围可以通过协议改变,投资顾问的信义义务将与关系范围相称)(引用省略)。

[50] 但是,投资顾问和客户可以确定投资顾问监督的频率范围(例如,根据市场事件,视情况而定,同意每季度或每月监督一次),假设这是一次充分而公平的披露并获得知情同意。委员会认为监督的频率以及任何其他与约定频率有关的重要事实(诸如在和客户投资组合有关的市场事件发生时是否也将进行临时监督)都是与咨询关系有关的重要事实,投资顾问在咨询关系中必须按照其信义义务要求进行充分、公平的披露并获得知情同意。

[51] 另见 Laby Villanova 文章,前注[49],第728页(2010年) (“如果投资顾问同意提供持续的监督服务,无论是否发生任何交易,投资顾问的信义义务范围均包括持续的监督客户账户。投资顾问义务的这一特点,即使是在非全权委托账户中,也与经纪人管理非全权委托账户的义务形成鲜明对比,后者不需要监督。”)(引用省略)。

[52] 投资顾问还可考虑根据《投资顾问法》第206(4)-7条,与监督有关的书面政策和程序是否适当,这就要求根据《投资顾问法》注册或要求注册的任何投资顾问采取和实施合理设计的书面政策和程序,以防止投资顾问及其受监管人员违反《投资顾问法》及其规定。

(三) 忠实义务

忠实义务要求投资顾问不能将客户的利益置于自己的利益的从属地位。^[53] 换言之,投资顾问不得将自身利益置于客户利益之上。^[54] 为履行忠实义务,投资顾问必须向客户充分公平地披露与咨询关系有关的所有重要事实。^[55] 与咨询关系有关的重要事实包括公司就所提供的咨询意见采取行动的能力。这对于双重注册为经纪—交易商和投资顾问,并以咨询和经纪身份为同一客户服务的公司或个人尤其重要。因此,这些公司和个人一般应充分和公平地披露其打算以经纪身份行事的情况以及打算以投资顾问身份行事的情况。此种披露可通过

[53] 《投资顾问法》第 3060 号释令,前注[15](通过采纳 ADV 表格的修正案,并声明“根据《投资顾问法》投资顾问是一个受托人,其义务是为其客户的最佳利益服务,其中包括不将客户利益让渡给自己的义务”,引自《投资顾问法》第 2106 号释令,前注[15])。忠实义务不是仅适用于潜在投资,而是适用于对投资顾问向现有客户提供的所有建议,包括有关投资策略、聘请次级顾问和账户类型的建议。见前注[42]~[43]。

[54] 例如,投资顾问不能将自己的利益置于客户的利益之上,无论是倾向于自己的账户,还是将向投资顾问支付更高费率的账户置于其他客户账户之上。委员会对那些将交易分配给自己账户、将不太有利或不盈利的交易分配给客户账户的投资顾问采取了多次执法行动。例如,SEC v. Strategic Capital Management, LLC and Michael J. Breton 第 23867 号诉讼释令(2017 年 6 月 23 日)(部分结算)(投资顾问通过主经纪账户进行交易,然后将有利可图的交易分配到投资顾问账户,将无利可图的交易放入客户账户,同时违反信义义务和披露规定)。在拟议的解释中,委员会指出,忠实义务要求投资顾问“把客户的利益放在首位”。一位评论人士认为,投资顾问将客户利益放在“首位”的要求与不将客户利益放在“从属”(subordinate)或“次要”(subrogate)地位的要求大不相同,而且与过去如何适用忠实义务不一致。参见证券业金融市场协会资产管理组意见函(2018 年 8 月 7 日)(“SIFMA AMG 函”)。因此,委员会修改了本最终解释中对忠实义务的描述,以便与委员会先前描述的义务更加一致。参见《投资顾问法》第 3060 号释令,前注[15](根据《投资顾问法》的规定,投资顾问是受托人,其义务是为其客户的最佳利益服务,其中包括不将客户利益让渡给自己的义务)(引用《投资顾问法》第 2106 号释令,前注[15])。在实践中,提到把客户的利益放在首位是一种简单的语言表述,投资顾问常用这种表述来解释他们的忠实义务,此种方式可能更容易被零售客户理解。

[55] 参见 SEC v. Capital Gains, 前注[2](“未能披露重要事实必须视为欺诈或在其意图范围内的欺骗。”);《投资顾问法》第 3060 号释令,前注[15](“作为受托人,顾问有义务将可能影响咨询关系的任何重要信息告知其客户”);另见 ADV 表格第 2 部分的一般说明 3(“根据联邦和州法律,投资顾问是受托人,必须向其客户充分披露与咨询关系有关的所有重要事实。”)。

多种方式完成,其中包括在关系开始时的书面披露,书面披露阐明双重注册人何时将以咨询身份行事以及其如何提供任何身份变更的通知。^[56] 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,其建议限于通过他的关联经纪—交易商或关联投资顾问提供的某些特定产品清单。

此外,投资顾问必须消除或至少充分和公平地披露所有利益冲突,而这些利益冲突可能使投资顾问有意识或无意识地倾向于提供不公平的建议。^[57] 委员会相信,通过把与咨询关系有关的所有重要事实和利益冲突进行充分、公平的披露,并取得客户的知情同意,可以防止这些事实或冲突本身违反投资顾问的信义义务,但是此类披露和同意本身

[56] 参见前注[3]采用的最佳利益规则(BI),第99页。

[57] 在拟议的解释中,委员会指出投资顾问必须设法避免其和客户的利益冲突。拟议解释,前注[6]。一些评论人士要求说明“寻求避免”利益冲突的含义。例如,Schulte Roth & Zabel LLP 意见函(2018年8月8日);ABA函(声明该措辞可理解为要求投资顾问在通过披露解决冲突之前,首先寻求避免冲突而非提供冲突的充分公平的披露,并非在无法通过充分公平的披露解决冲突时才寻求避免冲突)。委员会在通过对ADV表格第2部分说明的修正案时,首先使用了这一措辞。参见《投资顾问法》第3060号释令,前注[15]和ADV表格第2部分的一般说明3(作为受托人,还必须设法避免和客户的利益冲突,至少充分披露投资顾问和客户之间可能影响咨询关系的所有重大利益冲突)。采纳说明的这一释令澄清了委员会的意图,即它解释了SEC v. Capital Gains 和 Arleen Hughes 中陈述的信义义务。参见《投资顾问法》第3060号释令,前注[15],在附随文本第4页(引自SEC v. Capital Gains,前注[2],Arleen Hughes,前注[18],作为本语言的基础)。这两个案例都强调,作为受托人的投资顾问应设法避免冲突,至少必须充分公平地披露冲突并获得客户的知情同意。参见前注[2]“SEC v. Capital Gains”(《投资顾问法》因此反映了……国会意图消除或至少披露所有可能使投资顾问有意识或无意识地倾向于提供不公平建议的利益冲突);Arleen Hughes,前注[18] (“由于对委托人信任的忠实是受托人对委托人的首要义务,一般规则是,受托人不得将自己置于自身利益可能与委托人利益发生冲突的境地,‘但如果受托人’选择承担一个由利益冲突驱动的角色……他可以这样做,但前提是,他在披露后获得客户的同意……”)。委员会在ADV表格第2部分说明中提到的“寻求避免”冲突符合最终解释中关于投资顾问“必须消除或至少披露所有可能使投资顾问有意识或无意识地倾向于提供不公平建议的利益冲突”的陈述,以及前注[2]中SEC v. Capital Gains 中实质相同的陈述,以及Arleen Hughes,前注[18]。虽然投资顾问可以通过充分公平地披露利益冲突并获得客户的知情同意来履行其忠实义务,但投资顾问被禁止过度或不公平地利用客户的信任。

并不能使投资顾问履行为客户最佳利益行事的义务。^[58] 为了说明什么是充分和公平的披露,委员会提供以下指导:(i)适当的具体水平,包括说明投资顾问“可能”有冲突的适当性;(ii)披露与合格客户之间投资机会分配有关的冲突的考虑。

为了使披露充分和公平,披露应当足够具体,以便客户能够理解重要事实或利益冲突,并作出是否提供知情同意的决定。^[59] 例如,如果披露投资顾问拥有“其他客户”,而不说明在客户之间发生冲突时投资顾问将如何处理这些与客户之间的冲突,或者披露投资顾问拥有“冲突”而不作进一步说明,这是不充分的。

类似地,当冲突确实存在时,披露投资顾问“可能”有特定冲突而

[58] 如上所述,投资顾问有义务为其客户的最佳利益行事,这是一项重要的原则,既包括注意义务,也包括忠实义务。参见 SEC v. Tambone, 前注[23] (说明《投资顾问法》第 206 条赋予投资顾问一项信义义务,使其始终以该基金的最佳利益行事,并包括提供“所有重要事实的充分公平的披露”的义务)(强调补充)(引自 SEC v. Capital Gains, 前注[2])。委员会在上述最终解释中描述了投资顾问对其客户的信义义务将如何随咨询关系的范围而变化。见上文“二(一)”。

[59] 参见 Arleen Hughes, 前注[18], 第 4 页和第 8 页(说明:对其信任的忠诚是受托人对其委托人的首要义务,因此一般规则是,受托人不得将自己置于其自身利益可能与其委托人利益相冲突的境地。仅为其委托人的利益行事,防止任何冲突和可能的义务从属关系,普通法禁止受托人将其委托人作为对方当事人进行交易。但是,如果委托人对此类交易给予知情同意,则为例外,“并补充说,注册人有积极义务用足够清楚的方式向其客户披露所有重要事实,以便客户充分了解事实,并能够给予其知情同意”);另见 Hughes v. Securities and Exchange Commission, 174 F. 2d 969 (1949) (确认 SEC 对 Arleen Hughes 的决定);ADV 表格第 2 部分的一般说明 3[说明投资顾问的披露义务要求,(顾问)向客户提供足够具体的事实,以便客户能够理解(顾问)拥有的利益冲突和(顾问)从事的业务做法,并能够对此类冲突或做法给予知情同意或予以拒绝];《投资顾问法》第 3060 号释令,前注[15];《代理法重述(第三次)》第 8.06 条[代理人的行为,如果委托人同意,则不应构成违反第 8.01 条、第 8.02 条、第 8.03 条、第 8.04 条和第 8.05 条所述信义义务的行为,假如是:(a) 在获得委托人同意时,代理人(i)真诚行事;(ii)披露代理人知道、有理由知道或理应知道将很可能影响委托人判断的所有重要事实,除非委托人已表明委托人已经知道或委托人不希望知道这些事实;(iii)以其他方式公平地与委托人进行交易。(b) 委托人的同意涉及某一特定行为、交易或某一特定类型的行为、交易,而前述行为很可能在代理关系的正常过程中预期发生]。见后注[67]~[70]和附随文本,了解关于知情同意的更详细的讨论,以及如何在客观的基础上对其进行一般性的考虑和如何推断。

未进行更多披露是不充分的披露。^[60] 例如,当某些(但不是全部)类型或类别的客户、建议或交易存在冲突时,没有额外披露说明存在冲突的客户类型或类别、建议或交易,委员会认为使用“可能”是不适当的。此外,如果仅在所有可能或潜在冲突(无论可能性如何)的列表之前使用“可能”,并且混淆实际冲突以致客户无法提供知情同意,则使用“可能”将是不合适的。另外,“可能”一词可以适当地用于向客户披露潜在的冲突,但该冲突目前尚不存在,将来很可能出现。^[61]

披露是否充分和公平取决于,包括但不限于客户的性质、服务范围以及重要事实或冲突。在某些情况下,对机构客户的充分公平披露(包括特定性、详细程度和术语解释)可能与对零售客户的充分公平披露有很大不同,因为机构客户通常比零售客户具有更强的能力和资源去分析和理解复杂冲突及冲突的后果。^[62] 尽管如此,无论客户的性质如何,披露必须足够清楚和详细,足以使客户作出知情决定——同意或拒绝利益冲突。

在合格客户之间分配投资机会时,投资顾问可能面临自身利益与

[60] 委员会已经对此类案件采取了执法行动。《投资顾问法》第 4566 号号令(2016 年 11 月 7 日)。例如,关于 Robare 集团有限公司等(委员会意见)(除其他情况外,认定投资顾问可能获得某种类型补偿的披露是不充分的,因为投资顾问没有披露其实际上有一项安排,根据该安排,其收取的费用可能引起潜在的利益冲突);Robare v. SEC 部分支持部分因其他理由推翻,前注[20];在 re Grossman 中,前注[41][指出“在(相关的 ADV 表格披露)中使用预期的‘可能’是误导性的,因为它暗示了一种可能性,即(经纪人)将在稍后的时间进行推荐和/或收取‘推荐费’,而事实上,佣金分享安排已经到位并且产生收入”]。参见 Dolphin & Bradbury, Inc. v. SEC, 512 F.3d 634, 640 (D. C. Cir. 2008) (委员会注意到披露未来事件可能发生的风险与披露事件将发生的实际情况之间的关键区别)(初始强调)。就 ADV 表格第 2 部分目的而言,投资顾问被指示,当他们就某些(但并非所有)类型或类别的客户、建议或交易发生冲突或从事某项业务时,其应指明发生冲突或从事该业务而不仅仅披露冲突的“可能”。ADV 表格第 2 部分的一般说明 2。

[61] 委员会增加了一个例子,其中“可能”可以适当地用于回应一些评论人士的请求。例如, Pickard 函; ICI 函; Ropes & Gray 函; IAA 函。

[62] Arleen Hughes, 前注[18] (“披露的方法和程度取决于所涉及的特定客户”, 一个不成熟的客户可能需要“比知情的投资者更广泛的解释”)。

单个客户或不同客户利益之间的冲突。^[63] 如果是这样,投资顾问必须消除或至少通过充分和公平地披露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。^[64] 在分配投资机会时,投资顾问被允许考虑客户的性质和目标以及关系的范围。^[65] 投资顾问无须制定按比例的比例分配政策或任何特定的分配方法,但与其他冲突和重要事实一样,投资顾问的分配做法不得妨碍其提供符合客户最佳利益的建议。^[66]

虽然大多数评论人士都认为客户的知情同意是信义义务的一个组成部分,但一些评论人士反对用“知情”一词来描述客户对披露冲突的同意,他们认为这是主观性的。^[67] 事实上,披露必须充分和公平,以便客户能够提供知情同意,这一事实并不要求投资顾问作出肯定的决定,即某一特定客户理解披露内容,并且告知了其对利益冲突的同意。相反,披露的目的应该是使客户能够理解利益冲突并提供知情同意。客

[63] 参见《代理法重述(第三次)》,第8条第1款一般信托原则(2006) (“除非委托人同意,第8条第2~5款规定的更具体的忠实义务所阐述的一般信托原则也要求代理人不得利用代理人的地位或委托人的财产为代理人或第三方谋利。”)。

[64] 委员会已提起多项执法行动,指控投资顾问不公平地将客户交易分配给优先客户,而没有进行充分和公平的披露。参见美国证券交易委员会工作人员,根据《〈多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法〉第913节的要求对投资顾问和经纪-交易商进行的研究》(2011年1月),载 <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>,第23~24页(引用执法行动)。该最终解释阐述了委员会对什么构成充分和公平披露的意见。参见前注[59];另见 Barry Barbash, Jai Massari, *The Investment Advisers Act of 1940: Regulation by Accretion*, 39 Rutgers Law Journal 627(2008) (说明根据《投资顾问法》第206条、传统的信托和代理法概念,投资顾问不得给予某些客户优先待遇或系统地排除符合条件的客户参与特定机会,而不向客户提供有关待遇的适当披露)。

[65] 投资顾问和客户甚至可能同意某些投资机会或投资类别不会分配或提供给客户。

[66] 在拟议的解释中,委员会表示,“在合格客户之间分配投资机会时,投资顾问必须公平对待所有客户”。一些评论人士将这一说法解释为,即使第二位客户已得到充分和公平的披露,并在知情的情况下同意将某项投资分配给第一位客户,投资顾问也不允许将某项投资分配给第一位合格客户,而不是第二位合格客户。例如, Ropes & Gray 函; SIFMA AMG 函。委员会已将这句话从本最终解释中删除,代之以阐明委员会对投资机会分配看法的讨论。

[67] 参见 LPL Financial LLC 函(2018年8月7日); Ropes Gray 函。

户的知情同意取决于具体事实和情况,可以是明示的,也可以是默示的。^[68] 然而,委员会认为,如果投资顾问知道或理应知道客户不了解冲突的性质和重要性,则推断或接受客户同意不符合投资顾问的信义义务。^[69] 在某些情况下,冲突的性质和程度使投资顾问向客户提供的披露可能很难充分说明实质性事实或冲突的性质、程度和潜在影响从而足以使客户对此同意或拒绝。^[70] 在其他情况下,披露可能不够具体,客户无法理解冲突是否以及如何影响其收到的建议。特别是对于零售客户,可能很难提供足够具体的关于复杂或广泛冲突的披露,但也是可理解的。在所有这些情况下,如果投资顾问不能向客户充分、公平地披露利益冲突,以便客户能够提供知情同意,则投资顾问应消除冲突或充分缓释(修改做法以减少)冲突,以便充分、公平地披露,知情同意将成为可能。

与咨询关系有关的所有重要事实以及可能使投资顾问有意识或无意识地倾向于提供不公平的建议的所有利益冲突的充分、公平地披露,可以帮助客户和潜在客户评估和选择投资顾问。因此,委员会要求投资顾问根据 ADV 表格第 2A 部分向客户提供一份“手册”,手册规定了

[68] 委员会不解释投资顾问要求在书面咨询合同或其他书面形式中进行充分、公平的披露或知情同意的信义义务。例如,投资顾问可以向客户提供与投资顾问关系有关的所有重要事实以及所有利益冲突的充分、公平的披露,这些利益冲突可能会使顾问有意识或无意识地倾向于通过 ADV 表格和其他披露形式的组合提供不公平的建议,客户可通过与投资顾问建立或继续投资咨询关系的方式表示默示同意。

[69] 参见 Arleen Hughes, 前注[18] (“注册人无法通过和客户达成协议来履行此义务,记录显示某些客户不理解该协议,无论如何,该协议都不包含它必须传达的重要事实”)。在拟议的解释中,委员会声明,推断或接受客户对冲突的同意不符合信义义务,因为“与利益冲突有关的重要事实无法充分公平地披露”。一些评论人士表示同意这一说法。例如, CFA 函(同意在无法充分和公平地披露有关冲突的重要事实的情况下,“应禁止投资顾问推断或接受客户对利益冲突的同意”)。其他评论人士表示怀疑,这种披露可能是不可能的。例如 Allianz 函[“(委员会)没有遇到委员会不能充分和公平地披露重要事实的情况,包括利益冲突的性质、程度、规模和潜在影响”]。作为对评论人士的回应,委员会已用更具体的例子取代了关于无法充分和公平地披露有关利益冲突的重要事实的一般性声明,说明投资顾问如何能够作出这种充分和公平的披露。参见前注[59]~[66]。

[70] 如上所述,机构客户通常比零售客户有更大的能力和更多的来源来分析和理解复杂利益冲突及其后果。参见前注[62]。

最低披露要求,包括披露某些冲突。^[71] 投资顾问须在订立协议时或之前,将手册交付潜在客户,以便潜在客户可利用手册所载信息决定是否确立咨询关系^[72]。在同时发布的公告中,委员会要求所有投资顾问在签订投资顾问协议时或之前向零售投资者提交一份关系摘要,其中包括但不限于对公司某些利益冲突的简明英文摘要,并鼓励零售投资者了解这些利益冲突。^[73]

三、经济考虑

如上所述,本最终解释旨在重申并在某些情况下阐明在《投资顾问法》下投资顾问的信义义务的某些方面。最终解释本身并不为投资顾问创造任何新的法律义务。不过委员会认识到,在一定程度上,如果投资顾问的做法与上述最终解释不一致,本最终解释可能会产生潜在的经济影响。下面讨论这些潜在的影响。

[71] 《投资顾问法》第 3060 号释令,前注[15];ADV 表格第 2 部分的一般指引 3 (“根据联邦和州法律,投资顾问是受托人,必须向其客户充分披露与咨询关系有关的所有重要事实。作为受托人,投资顾问还必须设法避免和客户的利益冲突,并至少充分披露其和客户之间可能影响咨询关系的所有重大利益冲突。这项义务要求投资顾问向客户提供充分具体的事实,以便客户能够理解利益冲突和投资顾问的业务做法,并对此类冲突或做法给予知情同意或予以拒绝。”)另见 *Robare v. SEC*, 前注[20] [“无论 ADV 表格的要求如何,(投资顾问)有充分公平地向客户披露利益冲突的信义义务”]。

[72] 《投资顾问法》204-3 规则。参见《投资顾问法》第 3060 号释令,前注[15] (通过 ADV 表格的修正案,并声明“客户可利用本披露选择其自己的投资顾问,并持续评估投资顾问的业务做法和利益冲突。因此,客户和潜在客户获得的信息披露,对他们有能力作出是否聘用投资顾问以及聘用后管理这种关系的知情决定至关重要”)。一定程度上,如果手册内容要求的信息不满足投资顾问的披露义务,投资顾问“可能必须向客户披露 ADV 表格第 2 部分未特别要求的信息,或比手册项目可能要求的更详细的信息”,并且可以在宣传册或其他方式进行披露。ADV 表格第 2 部分的一般指引 3。

[73] 表格 CRS 关系摘要;ADV 表格的修正案;《投资顾问法》第 5247 号释令(2019 年 6 月 5 日),零售通信中要求的披露和对某些名称或头衔的使用限制 (“采用关系摘要”)。

(一)背景

根据《投资顾问法》,委员会对投资顾问行为标准的解释在本最终解释中得以体现,这一解释将影响投资顾问及其关联人以及这些投资顾问的客户,并更广泛地影响金融咨询市场。^[74]截至2018年12月31日,在委员会注册的投资顾问有13299名,管理的资产超过84万亿美元;在各州注册的投资顾问有17268名,管理的资产约为3340亿美元;豁免报告但应提交ADV表格的投资顾问有3911名。^[75]截至2018年12月31日,证券交易委员会注册投资顾问提供咨询的客户账户约为4100万个。^[76]

这些投资顾问目前因遵守其法律和监管义务而产生持续费用,包括与理解行为标准有关的费用。委员会认为,根据委员会的经验,根据《投资顾问法》,本最终解释得以体现的解释通常与投资顾问目前对信义义务的理解一致。^[77]然而,委员会认识到,由于投资顾问与客户关系的范围各不相同,而且这些范围在许多情况下可能是广泛的,与本最终解释相比,在当前的一些情况下,投资顾问将自己的信义义务解释成更少的内容,以及当前的其他情况下,投资顾问将自己的信义义务解释成更多的内容。委员会缺乏数据去识别投资顾问目前理解的与本最终解释表明的行为标准不同的信义义务的内容。然而,根据数十年来作为主要监管机构与投资行业互动的经验,委员会普遍认为,这种费用在市场中所占的份额并不大。

一位评论人士认为,拟议的解释中关于投资顾问如何履行其信义

[74] 参见《关系摘要建议》,前注[5],第IV.A节(一般讨论金融咨询市场)。

[75] 有关投资顾问的数据是员工基于ADV表格的分析得出的,尤其是1A部分管理资产的第5.F.(2)(c)条。由于根据《投资顾问法》第206条,本最终解释解释了投资顾问的信义义务,根据《投资顾问法》,本最终解释将适用于在SEC和州双重注册的投资顾问以及其他豁免注册或禁止注册的投资顾问。

[76] 参见ADV表格1A部分第5.F.(2)(f)条。

[77] 参见本文“二(二)1.”。例如,一些评论人士要求委员会从拟议的解释中阐明投资顾问及其客户可以通过合同调整信义义务适用的关系范围。例如,MMI函;Financial Engines函;ABA函。参见前注[67]~[69]和附随文本,包括对这些评论人士的担忧的阐释。更一般地说,一些评论人士要求对拟议的解释作出阐明,委员会会发布这一最终解释是为了解决评论人士提出的问题,如上文更详细讨论的那样。

义务的讨论,似乎是以客户是个人投资者为基础而不是以基金为基础的。^[78] 这位评论人士表示他们担心基金经理是否有从基金客户那里推断出同意的能力,而从基金那里推断出同意的问题可能会大大增加风险投资基金的合规成本。^[79] 委员会在本最终解释中的讨论包括阐明意见并明确承认,尽管所有投资顾问都对其客户负有信义义务,投资顾问信义义务的具体适用必须在投资顾问与客户关系的商定范围内加以考虑。^[80] 与拟议的解释相比,本最终解释包含了更多投资顾问对机构客户适用信义义务的例子,并阐明了委员会对什么是充分和公平披露和知情同意的解释,并认可了对这一专题的一些意见。^[81] 委员会认为,这些阐明意见将有助于解决该评论人士对风险投资基金合规成本增加的一些担忧,部分原因是阐明了信义义务如何适用于机构客户。委员会进一步相信,根据委员会与不同类型客户的投资顾问的经验,投资顾问对他们信义义务的理解与本最终解释的标准大体一致。

(二) 潜在经济影响

根据委员会作为投资顾问行业长期监管者的经验,本最终解释所述的委员会对《投资顾问法》第 206 条下的信义义务的解释大体上重申了现行的投资顾问做法。因此,委员会预计这一最终解释不会产生重大的经济影响。然而,与委员会谈到受监管实体的法律义务的其他情况一样,委员会承认,受影响的公司(包括其做法与委员会的解释一致的公司)在评估委员会的解释和评估解释对它们的适用性时会产生费用。此外,一定程度上,当前某些投资顾问理解其履行信义义务所必需的惯例与本最终解释中讨论的惯例有所不同,将可能产生一些经济影响,委员会将在下面进行讨论。

投资顾问的客户

投资顾问与客户之间的典型关系是委托代理关系,即委托人(客

[78] 参见国家风险投资协会意见函(2018 年 8 月 7 日)(“NVCA 函”)。

[79] 同上。

[80] 参见本文“二(一)”。

[81] 特别是,本最终解释明确指出,委员会相信,客户在披露利益冲突后,通常可以“通过与投资顾问建立或继续投资咨询关系”默示提供其知情同意。参见前注[68]。

户)聘请代理人(投资顾问)代表委托人履行某些服务(投资咨询服务)。^[82] 投资者和投资顾问可能有不同的偏好和目标,因此,投资顾问关系会受到代理机构问题的影响,包括由利益冲突引起的问题:投资顾问可能会采取行动,牺牲投资者的利益来增加他们的福祉,从而将代理成本强加给投资者。^[83] 信义义务(如投资顾问应给予客户的义务)可以通过阻止投资顾问采取使其承担法律责任的行动,减少这些代理问题并降低代理成本。^[84]

一定程度上,本最终解释导致投资顾问(如果有)的行为发生变化(目前这些投资顾问要求将其信义义务解释为与本最终解释不同的内容),那么,委员会预计代理问题可能会减少从而降低客户的代理成本。^[85] 例如,作为其忠实义务的一部分,投资顾问充分和公平地披露^[86] 利益冲突并从其客户处获得了关于利益冲突的知情同意,这可能会通过提高客户对利益冲突的认识和提升客户监督投资顾问的能力,来降低与利益冲突有关的代理成本。或者,如果客户与利益冲突相关的感知风险太大,可以选择不同意投资顾问披露的有关利益冲突的信息,而尝试与投资顾问重新谈判合同或寻找替代的投资顾问或其他金融专业人士。此外,充分公平地披露当前利益冲突的义务可能会导致投资顾问采取其他行动,例如消除或充分缓释(修改做法以减少)该冲突,而不是冒客户不提供知情同意或寻找替代投资顾问或其他金融

[82] 参见 James A. Brickley, Clifford W. Smith Jr., Jerold L. Zimmerman, *Managerial Economics and Organizational Architecture* (2004 年), 第 265 页[“代理关系由一种协议构成,根据该协议,一方(委托人)聘请另一方(代理人)代表委托人履行某些服务。”];另见 Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305 - 360 (1976 年) (“Jensen 和 Meckling”)。

[83] 参见 Jensen 和 Meckling, 前注[82]。

[84] See Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 *Journal of Law & Economics* 425 - 446 (1993)。

[85] 如果这一最终解释阐明了投资顾问的信义义务,一位评论人士建议,它可能随后阐明客户对其投资顾问的期望。参见 Cambridge 函(声明“投资顾问的信义义务的各个方面更加明确,将提高制定此类政策和程序的能力,并支持消除零售客户和投资专业人士的困惑”)。

[86] 如上所述,此类披露是否充分和公平,包括但不只取决于客户的性质、服务范围 and 冲突。参见本文“二(三)”。

专业人士的风险。由于委员会无法确定目前要求将其信义义务与委员会解释不同的投资顾问的总数,很难评估这种披露将在多大程度上降低代理成本,^[87]因此,委员会无法估计这些投资顾问目前对投资者施加的代理成本。此外,委员会认为,(如果有)如果本最终解释有效地增强了投资顾问对其客户义务的理解,那么这些投资顾问的客户可能会受益。进一步地说,在一定程度上,本最终解释增进了任何投资顾问对注意义务的理解,这可能会提高投资建议的质量并加强对监督义务的遵守,例如有关账户或计划类型的建议是否仍符合客户的最佳利益,从而增加该建议符合客户目标的可能性。

此外,一定程度上,本最终解释使一些投资顾问确切地识别冲突的性质及程度,如难以向客户提供充分传达冲突的重要事实或性质、规模和潜在影响的披露,从而足以使客户同意或拒绝,或披露的内容不够具体,客户无法理解利益冲突是否以及如何影响他们收到的建议的情况下,本最终解释可能会导致这些投资顾问采取额外步骤改进其披露或确定是否适当地缓释(比如,修改惯例以减少)利益冲突,以便能够尽可能充分和公平地进行信息披露,并确保客户知情同意。本最终解释还可能导致一些投资顾问在某些情况下得出结论,认为他们不能向客户充分、公平地披露利益冲突以使客户能够提供知情同意。委员会期望这些投资顾问要么消除冲突,要么充分缓释冲突(修改惯例以减少冲突),以便能够尽可能充分和公平地进行信息披露,并确保客户知情同意。因此,在某种程度上,这一最终解释将使投资顾问更好地理解他们的义务,从而改变他们的商业惯例:(i) 降低因利益冲突及其他代理成本导致投资顾问将自身利益置于客户利益之上的可能性;(ii) 帮助这些投资顾问提供充分和公平的披露,有望改善投资顾问与其客户之间的代理冲突。反过来,这可能会提高客户收到的建议的质量,从而为客户带来更高的总体回报,并提高投资组合分配的效率。然而,如上所述,委员会一般认为这些影响很小,因为委员会认为,委员会在本最终

[87] 一位评论人士不同意拟议解释中关于信义义务的讨论适用于基金投资者的投资顾问以及零售投资者的投资顾问。参见 NVCA 函。如上所述,本最终解释阐明了为解决该评论人士关注的问题而进行的讨论,并承认投资顾问对零售客户信义义务的适用与其对注册投资公司或私募基金的信义义务的具体适用不同。

解释中提出的解释大体上符合投资顾问目前对其在《投资顾问法》项下的信义义务的理解。最后,这一最终解释还将有利于投资顾问的客户,因为它有助于委员会监督投资顾问遵守其监管义务。

投资顾问和投资咨询市场

总的来说,委员会希望本最终解释能够确认投资顾问对其根据《投资顾问法》所承担的信义义务的理解,减少投资顾问的不确定性并促进其合规性。进一步地,通过最终阐明《投资顾问法》规定的投资顾问对客户的信义义务的某些方面,本最终解释可以减少与充分评估投资顾问的合规义务相关成本。委员会承认,在委员会讨论受监管实体的法律义务的情况下,受影响的公司(包括其做法与委员会解释一致的公司)会产生评估委员会解释和其适用性的费用。更多地,如上所述,可能有些目前了解信义义务的投资顾问,要求执行与本最终解释所述的信义义务不同的事项。当这些投资顾问改变其制度、流程、披露和行为并培训受其监管人员,使投资顾问的做法与最终解释保持一致时,投资顾问的合规成本将会增加。然而,这些投资顾问能够通过参考一个委员会的释令(在某些情况下该释令可以阐明)进而来确定其某些义务,从而了解其信义义务的各个方面,由此可以通过提高投资顾问效率上的潜在收益来减轻成本的增加。^[88]此外,如上所述,如果投资顾问认为其对客户所承担的(信义义务)行为标准较低,那么随之而来的更高行为标准的调整以及相关政策和程序的变化将为客户带来收益。

更多地,在某种程度上理解了其信义义务要求与本最终解释中所述的信义义务有所不同的投资顾问会改变其行为以符合本最终解释,投资咨询市场可能会产生一些经济影响。例如,任何合规性的改善不仅可以减少当前投资咨询关系中的代理成本,而且可以增加这些关系对当前客户的价值,这也可能增加所有投资者对投资咨询市场的信任,从而可能导致更多的投资者寻求投资顾问的建议。反过来,这可能通过提高投资组合配置的效率而使投资者受益。在一定程度上,至少在短期内,要扩大投资咨询服务的供应以满足需求的增加是昂贵的或困

[88] 如前注[3]所述,本最终解释旨在强调与投资顾问信义义务有关的原则。然而,它并不是理解这些原则的唯一来源。

难的,任何这种对投资咨询服务的新需求都可能对收费产生一定的价格压力。然而,与此同时,如果任何此类新需求增加了投资咨询服务的整体盈利能力,那么委员会预计它将鼓励新的投资顾问进入,或由现有投资顾问聘用新的代表,这样竞争将随着时间的推移而加剧。事实上,从公司数量和代表人数来看,^[89]最近市场上投资顾问部门的增长可能表明目前扩大投资咨询服务供应的成本相对较低。

此外,委员会承认,在某种程度上,某些投资顾问认识到,最终解释规定的信义义务比他们目前解释的信义义务更严格,这可能会影响竞争。具体而言,对投资顾问行为标准某些方面的最终解释可能会导致投资顾问为履行其信义义务而产生额外的合规成本。反过来,合规成本的增加可能会抑制对产生较低收入的客户群体(如金融资产水平相对较低的客户群体)的竞争,这可能会减少投资咨询服务的供应,并提高这些客户群体的成本。但是,已经遵守其理解的本最终解释所反映的信义义务的投资顾问以及因此目前可能在成本上具有相对劣势的投资顾问,可能会发现竞争那些因最终解释将面临更高的合规成本的投资顾问的客户更有利可图,这将减轻对投资顾问服务供应的负面影响。进一步,如上所述,投资咨询服务的供应最近出现增长趋势,这可能会减轻本最终解释可能产生的任何负面供应影响。^[90]

一位评论人士说,在其看来,拟议解释中的任何陈述都表明,在某些情况下可能需要消除实质性冲突,而不是充分和公平地披露或缓释此类冲突,如果这样的要求导致没有分享(shared)这种解释的投资顾问改变他们的商业模式或产品或他们与客户互动的方式,那么,其可能

[89] 参见前注[5]中“关系概要提案”,第四章第一节第一部分第四点。

[90] 除了对投资顾问服务市场的竞争产生影响,这一最终解释还可能影响投资顾问与其他金融咨询提供者(如经纪-交易商、银行和保险公司)之间的竞争。如果某些投资者在投资顾问和另一个财务顾问之间作出选择,那么情况可能就是至少在一定程度上是基于他们对各自客户的行为标准的认识。如果这一最终解释增加了投资者对投资顾问充分遵守其行为标准的信任,其中某些投资者可能会更愿意聘请投资顾问,而不是他们的非投资顾问竞争对手之一。因此,作为一个整体的投资顾问,可能会比其他类型的金融咨询提供者更具竞争力。另外,如果这一最终解释提高了投资顾问的成本,他们与其他金融咨询服务提供商的竞争力可能会降低。

对市场和投资顾问的成本产生影响。^[91] 委员会不同意本最终解释包括消除利益冲突的要求。如上所述的更多细节,消除冲突是解决冲突的一种方法;适当时,投资顾问也可以通过提供充分和公平的披露来解决冲突,以使客户能够对冲突提供知情同意。^[92] 进一步,委员会认为,灵活性的投资顾问必须在其向客户提供的具体服务范围内履行其联邦信义义务,如此,投资顾问解决利益冲突所产生的任何潜在成本或市场的影响可能会降低,正如本最终解释所述。

评论人士还特别提请委员会注意在拟议解释中讨论信义义务是否适用于机构客户的投资顾问以及零售客户的投资顾问的问题。同一位评论人士表示,如果不能将拟议解释中的概念应用到成熟客户身上,将面临改变市场或限制成熟客户的投资机会、增加成熟客户投资顾问的合规负担或使创新陷入僵局的风险。如上所述,与拟议的解释相比,本最终解释更详细地讨论了投资顾问和不同类型客户塑造信义义务适用关系的范围。^[93] 特别是,本最终解释承认,虽然投资顾问对其每一位客户负有信义义务,但是例如在与零售客户的持续关系中提供充分、自由裁量建议的投资顾问的具体义务与投资顾问对机构客户(如注册投资公司或私募基金时)的义务显著不同,合同以非常具体的方式定义了投资顾问的服务范围 and 对其权限的限制。^[94]

最后,如果本最终解释导致一些投资顾问重新评估其对忠实义务的遵守情况,则可能导致与特定投资有关的建议的预期获利能力下降,在重新评估后其合规成本将增加。^[95] 因此,愿意建议客户进行这些投资的投资顾问人数可能会减少。有关这类投资的投资顾问建议的减少可能会影响投资者的效率;对于可能从这类投资顾问的建议中受益而又无法再收到此类建议的投资者来说,可能会降低投资组合分配的效

[91] 参见 Dechert 函。

[92] 参见本文“二(三)”。

[93] 参见前注[78]~[81]以及附随文本。

[94] 参见本文“二(一)”。

[95] 例如,这类产品可能包括高度复杂、高成本的产品,这些产品具有零售投资者难以完全理解的风险和回报特征,或者投资顾问及其代表从关联公司收到复杂的付款,造成利益冲突,而这些利益冲突很难让零售客户完全理解。

率。同时,如果对高度复杂的产品(例如,具有复杂支付结构的产品,如包括可变支付或者或有支付或向多方支付的产品)提供充分、公平的披露和适当的监督,导致投资顾问就这些产品的利润变少,可能会阻止投资顾问提供有关此类产品的建议。但是,投资者可能会从以下情形中获益:(1)不再收到此类产品不充分的披露或监督;(2)可能会收到有关其他复杂程度较低或价格昂贵的产品的建议,这些建议可能对投资者更有效;(3)只接受针对高度复杂或高成本产品的建议,投资顾问可就其冲突提供充分和公平的披露,并进行适当的监测。

(编辑:张 越 宋 澜)