

声音

VOICE OF AMAC

(2019 年第 10 期，总第 114 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 5 月 22 日

基金管理人信义义务研究（下）

【编者按】信义义务是基金行业的灵魂和根基。基金管理人应恪守信义义务，将投资者的利益置于首位，始终将投资者的利益最大化作为基金活动的行为准则。同时，作为基金监管的核心，信义义务不只是一句口号，而是一整套比一般市场道德更为严苛的、更为精细的行为准则。为了维护行业基础法则，促进行业健康长远发展，协会设立基金管理人信义义务专项研究课题，委托北京大学法学院甘培忠教授和浙江大学法学院周淳助理教授进行研究并形成课题报告。现将课题报告精要版分两期发布，上篇着重探讨信义义务的起源、内涵，下篇则聚焦国际监管标准，并提出相关政策建议。本文为下篇。

一、美国法中信义义务的内容、标准与变化规律

美国法中基金管理人信义义务制度既限制管理人滥用权力为己谋利，又防止管理人疏忽大意给财产带来不必要的风险和损失，同时还希望激励管理人能充分运用其专业水平和技能，实现委托目的，实现委托人利益。基金组织架构和管理人行为规制的规则来源，包括联邦与州的金融证券监管法、各州的商事组织法和联邦与州各级法院的判例。基金管理人符合《投资顾问法》对“投资顾问”的定义，对其监管规则主要来自《投资公司法》《投资顾问法》及相应规则和条例。

美国《投资顾问法》并未明文规定管理人的信义义务，但在 **SEC v. Capital Gains Research Bureau** 案中，美国最高法院解释《投资顾问法》第 206 条隐含着立法者对投资顾问与其客户之间的关系为信义关系的认定。此外，美国 SEC 指出，投资顾问负有为客户最佳利益行事的义务。¹管理人的忠实义务要求其不得处于个人利益与管理人职责相冲突的地位；注意义务强调管理人为实现和提升客户利益的能力与努力。为客户最佳利益行事，则是忠实义务与注意义务某种程度的重合。

（一）厘清管理人忠实义务规则

美国证券监管法明确管理人对基金和基金份额持有人负有忠实义务，不过，其形式与内容比之传统信托法有所改变和发展。其一，《投资公司法》《投资顾问法》和 SEC 的规

¹ In re Arleen Hughes, Exchange Act Release No. 4048, 27 S.E.C. 629, 1948 WL 29537 (1948)

则将忠实义务的具体规则成文化。其二，忠实义务的内容有所扩充，管理人的如实披露义务、合规义务逐渐成为忠实义务的重要内容。其三，具体规则发生变化，对利益冲突的立场转变，避免利益冲突义务演变为管理利益冲突义务；同一基金管理人管理多个基金的模式对“不可分割的忠实义务”提出挑战，催生公平对待受益人义务的重要性；“无私利”规则被突破，基金管理人被允许从受托职位中取得合理报酬。

以《投资顾问法》为代表的监管法规对管理人行为的规制重点放在如何管理利益冲突而非严格禁止利益冲突上。在避免利益冲突这一原则性前提下，对危害较大的利益冲突，原则上禁止，取得监管机构豁免或者受益人明确同意的可以作为例外；对危害较小的利益冲突，突破受益人同意原则，可通过概括性地披露和授权进行。另外，SEC 通过强制基金管理人建立内部合规和外部信息披露机制来促进冲突的管理与披露。SEC 主张，根本上，“投资者负有责任，通过基金披露的信息，选择自己的投资顾问、磋商费用安排和评估投资顾问的利益冲突。”但 SEC 强调，合规的要素在于充分且真实的信息披露（**full and frank disclosure**），若基金管理人对其告知存在虚假陈述、重大遗漏或引人误解的表述，同意或授权产生效力的基础不存在，管理人将就违法交易和欺诈行为承担责任。

1.利益冲突管理

管理人为基金提供投资管理服务时，其自身的利益可能与其为受益人最大利益行事的职责发生冲突。可能产生冲突的情形包括：管理人在交易中处在与受益人相对立或者相冲

突的地位，在自我利益的诱惑下，管理人可能做出背离其职责的行为；管理人在面临投资机会时，在个人利益的驱使下与受益人相竞争；管理人索取过高的报酬和费用，损害受益人利益等等。管理费设定本质上也是一种自我交易，但管理人本来有权从投资管理服务中取得报酬，与一般的自我交易行为存在区别。

（1）利益冲突交易

《投资公司法》与《投资顾问法》主要规制的利益冲突交易主要包括本人交易、代理人交易、共同交易和内部人的个人交易四种。

基金管理人及其关联方与基金进行本人交易和代理人交易。未经向客户书面披露并且取得其授权或追认的本人交易和代理人交易系违法行为。按照《投资顾问法》要求，投资顾问需在每一笔可能的本人交易交割前向其客户（其提供管理服务的基金）做出充分的书面信息披露，并取得基金在充分知悉情形下的书面同意。对利益冲突程度较低的代理人交易，SEC 允许基金管理人在一定条件下通过概括性授权的方式取得豁免。《投资公司法》对公募基金管理人从事上述交易有更为严格的规定。监管法规对基金管理人与基金处于交易同一方的共同交易行为也有限制。《投资公司法》和《投资顾问法》采取专门措施以防止基金管理人的内部人个人利用职务便利进行证券交易，从事损害投资人利益的行为。其措施主要包括三方面：明确禁止个人欺诈行为、要求机构通过内部道德准则的建立与运作的方式建立合规机制、要求内部人向机构报告个人交易信息。

（2）与基金竞争投资机会

SEC 认为，投资顾问有义务在其自身或其雇员参与某项投资机会时，事先向适合该投资机会的客户提供该机会以便客户加以利用，至少，投资顾问应向其客户披露其在自身与客户之间分配投资机会的行为。在 SEC 的一次执法中，某一投资顾问公司债券部门的基金经理 Conan 将适宜其所管理基金的证券优先分配给本人账户，并从未向其所管理的基金披露该行为。²上述交易使 Conan 在一个月内取得 16 倍的高回报，获利超过 20 万美元。SEC 对其处以终身市场禁入的处罚（见附录 1 案例 2）。

（3）最佳交割义务与“软佣（Soft Dollar）”

最佳交割义务要求任何一个投资顾问为客户所做的每一笔交易的交割在当时情境下对客户是最有利的。为了实现投资顾问的信义义务，投资顾问不仅要寻求券商提供最低的佣金成本，还需要提供在当时情况下最合理可行的优惠条款，而其中决定性的因素是券商是否为客户提供了最具质量的交割。

在投资顾问与提供服务的券商存在关联时，投资顾问须对佣金费率高于最低标准的合理性负有更高证明责任。基金经理人选择券商，使用基金财产向券商支付佣金，同时获取券商给予的非现金形式优惠，被称为“软佣”。“软佣”是基金支出的隐性成本，本应用基金使投资者获益，基金管理人将其用于提升自身利益即构成利益冲突。按照忠实义务，此种安排应被禁止。然而，考虑到合理的经纪或研究服务确

² In the Matter of Joan Conan, Investment Advisers Act Release No. 1446 (1994).

实能够提升投资管理的效率和质量，1975年修订的《证券交易法》28条(e)款为“软佣”提供了安全港，即便投资顾问支付的佣金费率高于市场最低价格，若投资顾问诚信地认为从单个交易或其管理职责的整体出发，其支付的费用与取得的经纪和研究服务的价值相称，即不构成信义义务的违反。《投资公司法》第17条(e)也有相似规定。

但是，由于软美元市场随后急剧膨胀，大量不合理的关联交易损害了基金受益人的利益，SEC在1986年、2006年的两次立法解释中，对28条(e)款增加了更为细致的约束。例如，规定了研究服务与经纪服务的具体内容与类项；研究或经纪服务必须为基金管理人从客户利益出发履行职责提供了合法且合宜的帮助。而且，基金管理人只能对直接帮助其做出投资决策的成果、产品或服务付费；除非经客户同意，上述成果、产品或服务也只能用于基金管理人收取该费用的客户，即“取之于谁，用之于谁”。此外，SEC还禁止投资顾问在为基金选择券商及在券商之间分配经纪业务时考虑券商是否可以帮助增加基金份额的销售。

2. 基金管理费规制

私募基金中管理人报酬由管理人与投资人自行磋商，从基金财产中支付，本质上为管理人的利益冲突交易。传统信托法禁止受托人从信托中获取报酬。因为信托本是家庭内部持有和移转不动产的一种工具，受托人常为家族成员或者委托人的知己朋友，受托持有和转让财产为受托人因其信用和良心所自愿背负的义务，而非利益驱使下的选择。在现代资管行业中，向有专门知识、经验与才能的受托人进行报酬支

付，甚至是高额的报酬支付难以避免，信托中的受托人无报酬规则被不断突破。2000年英国受托人法修订，允许作为专业人士的受托人（信托公司、银行家、审计师、律师等）就其提供的服务收取报酬。³美国统一信托法也允许受托人收取合理报酬，⁴并且授权法院在特定情形下调整过高或者过低的受托人报酬。⁵

对投资公司的管理人报酬是否过高以致违反忠实义务，美国1940年《投资公司法》采取公司财产浪费标准，因过于严苛，不利于投资者保护。该标准在1962年特拉华州法院审理的 *Saxe v. Brady* 案中有所动摇。该案中，原告主张，基金根据顾问协议向投资顾问 IMC 所支付的管理费（每日按基金净资产 2% 的年费率计提）是过高的。⁶其理由为，同其他同等规模的基金相比，该基金管理费偏高，而投资顾问为基金所提供之服务的质量并未优于其他同等规模基金。*Saxe v. Brady* 案首开法院对基金管理费进行实质审查的先河。

经综合权衡，1970年《投资公司法》修订，增加第 36 条 b 款明确了投资顾问在管理费用和其他事项上对基金持有人负有信义义务，赋予法院在基金持有人或者证监会认为存在信义义务违反的情形时介入共同基金管理的权力，不仅在实体上改变了对管理费的审查标准，也降低了投资者起诉的门槛。但在司法实践中，除非基金董事会存在利益冲突，或者管理费与投资顾问所提供的服务质量显著不成比例，以致于其不可能是公平谈判的结果，否则不构成信义义务之违反。

³ United Kingdom Trustee Act 2000, § 28(2).

⁴ Uniform Trust Code, §708(a).

⁵ Uniform Trust Code, §708(b).

⁶ *Saxe v. Brady*, 40 Del.Ch. 474 (1962).

3.公平对待受益人义务

管理人公平对待客户的义务主要体现在对公平分配交易机会和交易收益的，并将有关交易策略与政策向客户披露。例如，管理人对多个客户账户就某一证券进行集合交易时，应注意以下要素以确保合规性：（1）所有客户均被平等对待，没有客户被优先对待；（2）客户以交易均价参与交易，并且按比例平摊交易成本；（3）合并交易的政策已向客户披露；（4）交易前通过书面方式确认参与交易的客户与交易策略；（5）若实际交易与预案不同，所有客户应被公平且衡平地对待，且与预案的区别应以书面方式取得首席合规官的批准；（6）管理人寻求最佳交易；（7）交易分别簿记入每一账户。

基金管理人在不同的客户账户之间分配交易时，有充分可能将好的交易分配给更为重要或者其能取得更多个人收益的账户，例如，使用的券商系管理人关联人的账户。此类行为也构成忠实义务的违反，因前者系不公平地对待受益人；后者系存在利益冲突。在 2016 年对 TPG 和 Phillips 违反信义义务的执法行动中，美国 SEC 认为其选择性交易行为和向优先账户分配利润的行为违反了《投资顾问法》第 206 条第一款和第二款。⁷基金管理人从事选择性交易所获收入应当没收，也可能被处以市场禁入等其他行政处罚。当然，若基金管理人向每一基金均充分披露某一基金将在特定种类的投资机会上取得优先分配，并取得同意，得免于责任。

4.信息披露义务

管理人的信息披露义务是现代金融与证券监管法对信

⁷ SEC 对 TPG 和 Phillips 的选择性交易行为审查参见：<https://www.sec.gov/litigation/admin/2016/34-77649.pdf>，第四页。最后访问时间：2018 年 9 月 11 日。

义制度中受托人义务的重大发展，包括常规披露和即时披露。SEC 详细规定了投资顾问有义务向 SEC 备案并每年呈送客户的信息，包括投资顾问的关联机构、业务经营、投资策略、管理费、利益冲突、合规机制、雇员信息等。实际或潜在的利益冲突可能影响管理人的判断时，管理人应主动披露。《投资顾问法》并不一味地禁止投资顾问的利益冲突交易，而是通过“披露+同意”的构造为投资顾问的利益冲突交易提供授权。披露应当充分、真实且全面，否则管理人还可能构成证券欺诈。

在 SEC v. Capital Gains Research Bureau 案中，美国联邦最高法院指出，投资顾问必须向客户充分披露所有重要信息，以便消除或揭露影响投资顾问决策的全部利益冲突。⁸该案中，投资顾问自己买入某证券之后，向客户推荐该证券，但并未披露自身持有该种证券的情况，在将证券价格抬高后，投资顾问迅速卖出证券并从中获利。法院认为，根据《投资顾问法》，投资顾问必须具备高程度的商业道德，不允许投资顾问在没有充分、公平地揭露自身利益的情形下向客户提供投资建议，该行为构成了对投资顾问信义义务的违反。⁹司法实践中，投资顾问是否进行了利益冲突信息披露一直是法院判断投资顾问是否违反其信义义务的切入点。如 Monetta v. SEC 案，虽然没有证据证明投资顾问的分配存在不公平现象，但由于其没有向一些客户披露分配行为，存在优待某些大客户的动机，因此法院仍认定投资顾问未进行信息披露的行为违反了《投资顾问法》下的信义义务。¹⁰

⁸ SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S. 180, 191-192 (1963).

⁹ 同上注, p. 201 (1963).

¹⁰ Monetta Financial Services, Inc. v. S.E.C., 2004 WL 2709654

出现利益冲突时管理人未进行信息披露很可能被认定违反信义义务，进行信息披露却并不足以完全豁免于信义义务。在争议事项过于复杂、利益冲突非常严重，基于客户的知识和经验无法做出有效同意时，即便充分披露利益冲突并且取得了投资者的授权，管理人依然有可能被执法者认为违反忠实义务。管理人披露义务的设置不仅为投资者监督提供了通道，也降低了投资者维权的成本。由于有关基金管理的许多信息，投资顾问均负有披露义务。因此，违反信义义务的其他规则，也可能构成披露义务的违反，还可能产生证券欺诈责任。

5. 合规义务

在美国法中，管理人的合规义务主要表现为两个层次：一是管理人及其员工，不得进行任何形式的证券欺诈行为；二是管理人按照监管机构要求，在内部建立合规机制，防控违法行为的发生。基金管理公司员工和机构设置各式各样，因此，是否及如何对基金管理公司管理人行为作出职业操守上的限制，不可能一概而论。SEC 认为，作为一项公共政策，这一问题最好首先留给基金管理公司董事会根据自身情况解决。¹¹

SEC 要求投资顾问必须建立、维持并且执行道德准则，至少包括以下内容：（1）依据信义义务制定的员工行为守则，（2）要求员工遵守联邦证券法的守则；（3）要求可能接触非公开信息的员工报告个人证券交易，并定期报告证券持有情况；（4）要求员工及时向首席合规官报告违反道德准则的

¹¹ 邱永红：《境外成熟市场规制基金从业人员买卖证券的法律制度及其启示与借鉴》，载《中国资本市场法治评论》第1卷，刘俊海主编，法律出版社2008年版。

情形。¹²SEC 通过强制性要求制定道德准则、建立报告和审核的内部合规机制，将信义义务转变为合规义务，再将合规义务的要求细化到基金管理人的内部架构与日常运营中，从而缓冲了信义义务内涵的模糊性给管理人带来的风险，也降低了信息不对称造成的信义义务执行成本。

（二）注意义务审查标准剖析

注意义务规则来自于普通法中的侵权规则，在英美法中，人们“必须采取合理的注意来避免做出或忽略那些可以合理预见到、可能会伤害到你的邻居的行为”，违反合理注意给他人造成损害的，应承担侵权赔偿责任。在投资管理行业中，注意义务（**duty of care**）主要指管理人行使自由裁量权管理和处分财产时须恪尽审慎投资义务。管理人既要考虑投资的安全，又要考虑财产的效益；既要尽到程序上的审慎注意，又要运用相应的技能，综合考虑基金目的、投资风险、通货膨胀等各种因素，如同一个谨慎的投资者那样投资和管理财产；通常情况下，管理人有义务使投资多元化以分散风险。注意义务在事前为基金管理人提供了应当如何行使权力的行为标准；也在事后审查中提供了责任衡量的标尺。基金管理人行为未达到注意义务标准给基金造成损失的，须承担赔偿责任。

1. 信托法中受托人注意义务标准变迁

美国法中受托人注意义务的认定标准经历了从“法定清单规则（**Legal Lists Rule**）”到“谨慎投资人规则（**Prudent Person Rule**）”再到“谨慎投资者规则（**Prudent Investor**

¹² 17 C.F.R. § 275.204A-1

Rule) ” 的变迁。

“法定清单规则 (Legal Lists Rule) ” 承继自英国信托法，是指除非受托人获得委托人的明确授权，否则受托人只能投资于法律明确列举出的特定投资项目。这一规则过于注重信托财产的安全，导致投资方式的僵化和投资标的保守。1830 年的 *Harvard College v. Amory* 案中，该规则的统治地位有所动摇。¹³ 受托人以信托财产购买了银行、保险公司及制造公司股票，之后股票的价值大幅下降，于是受益人以受托人投资不安全股票为由，要求受托人为损失负责。麻省最高法院在审理本案中提出谨慎人规则 (“Prudent Man Rule”，后亦被称为“Prudent Person Rule”¹⁴)，认为信托财产的安全依赖于受托人的诚实和良好的判断，只要受托人是诚信地投资，即使投资于私人证券亦属合法。谨慎人规则相比严格僵化的法定清单规则是一大进步，赋予了受托人运用其专业技能积极管理受托财产的裁量权。到 20 世纪 30 年代，在银行及信托公司的推动下，美国大多数州的议会和法院以谨慎人规则来界定受托人投资责任。

但是，谨慎人规则依然存在缺陷，其独立考察基金中每一项投资的安全性而非从投资组合的整体考虑，¹⁵ 基金管理人如果没有在投资之前证实某一项投资的合理性，那么即使整个组合表现出色，也要对该项投资的不佳效果负责。特别到 20 世纪后半期，由于通货膨胀和高额税收的影响，谨慎

¹³ See Robert J. Aalberts & Percy S. Poon, *The New Prudent Investor Rule and the Modern Portfolio Theory: A New Direction for Fiduciaries*, 34 *Am. Bus. L.J.* 39, 42 (1996); John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 *Iowa L. Rev.* 641, 644 (1996).

¹⁴ See Anthony Vaida, *Diversification Under the Uniform Prudent Investor Act Trustees Are Obligated to Follow the Dictates of A Trust and Also to Diversify Assets in Portfolios Under Their Management. This Article Discusses the Rules That Gov. Colo. Law.*, November 2003, at 87, 88.

¹⁵ See Ruce, Philip J. "The Trustee and the Prudent Investor: The Emerging Acceptance of Alternative Investments as the New Fiduciary Standard," *South Texas Law Review* vol. 53, no. 4 (Summer 2012): p. 653-694, at 664.

人规则也无法满足不断变化的信托投资领域对自由化与灵活性的需求。在现代投资理论发展的推动下，1992年的《信托法重述（第三版）》（*Restatement (Third) of Trusts*）正式确立了“谨慎投资者标准（*Prudent Investor Rule*）”。投资组合理论指出，投资组合的风险不等同于该组合中单个投资项的风险之间的简单相加。投资组合的风险是由其各部分投资项相互作用而形成的。因此，投资风险是可以通过采取适当多元化的投资组合进行管理的。¹⁶例如，受托人可以将低风险的证券和高风险的投资工具组合形成一个较为安全的投资组合。风险应当以投资组合整体为基础进行评估，而非对每项投资进行独立评估。因此，谨慎投资者的目标不在于降低单项投资的风险，而在于选择和建立实现最佳效果的投资组合。该规则将信托投资的焦点从风险规避转移至风险管理，并逐渐发展成为美国绝大多数州处理现代信托投资问题的权威标准。¹⁷

2. 《美国统一谨慎投资者法》中的注意义务标准

1994年，美国统一州法委员会根据《信托法重述（第3版）》中的谨慎投资人标准制定《美国统一谨慎投资者法》（*Uniform Prudent Investor Act*，以下简称UPIA），列明了判

¹⁶ See Rushing, Philip. "Diversification and the Plaintiff as Victim and Investor: Prudent Investing and the Calculation of Economic Damages: A Comment on Breeden and Brush," *Journal of Legal Economics* vol. 16, no. 1 (October 2009): p. 35-44, at 36, 37; Robert J. Aalberts & Percy S. Poon, *The New Prudent Investor Rule and the Modern Portfolio Theory: A New Direction for Fiduciaries*, 34 *Am. Bus. L.J.* 39, 57 (1996); John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 *Iowa L. Rev.* 641, 648 (1996); Weigl, Corina S. "Prudent Investor Rule and Modern Portfolio Theory," *Estates, Trusts and Pensions Journal* vol. 33, no. 2 (February 2014): p. 145-190, at 171, 172.

¹⁷ See Ruce, Philip J. "The Trustee and the Prudent Investor: The Emerging Acceptance of Alternative Investments as the New Fiduciary Standard," *South Texas Law Review* vol. 53, no. 4 (Summer 2012): p. 653-694, at 672. 不过近年来，“Prudent Investor Rule”也曾受到质疑，See Stewart E. Sterk, *Rethinking Trust Law Reform: How Prudent Is Modern Prudent Investor Doctrine?*, 95 *Cornell L. Rev.* 851 (2010). 但是也有学者认为没有必要废除或者重新修改这一规则，See Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, *The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, *Journal of Empirical Legal Studies*, Volume 14, Issue 1 March 2017 Pages 129-168.

断受托人是否审慎投资的具体细则，被大多数州接受，成为目前通行的受托人注意义务审查标准。

UPIA 提出了非常详尽的标准具体界定注意义务，明确了对信托受托人注意义务的原则标准是谨慎投资者标准，要求受托人像谨慎投资者一样投资和管理信托财产。具体来说，受托人一方面应该考虑到信托目的、信托条款、分配要求等信托要素，另一方面应该尽到合理注意，使用专业技能，采取谨慎态度。UPIA 通过以下七项具体标准细化了谨慎投资者的内涵。

一是投资组合标准，受托人的投资和管理决策不应孤立做出，而应该是在考虑整个组合的背景下做出，并作为与信托的风险和回报目标相匹配的整体投资策略的一部分。

二是多元化标准，除非受托人能够证明特定情形下投资多元化并不符合谨慎要求，否则受托人在投资决策制定和实施过程中负有多元化投资的义务。美国《投资公司法》规定，发行人的证券产品价值不得超过投资公司资产价值的 5%，也不得超过发行人已经发行的有表决权股份总数的 10%。¹⁸ 上述两项标准是现代投资组合理论的直接体现，是对谨慎人规则的明确修订。

三是投资环境标准，要求受托人在投资和管理受托资产时应考虑整体经济环境、信托和受益人所处环境等。

四是尽职调查标准，受托人应做出合理努力，核实与信托资产投资和管理有关的事实。尽职调查是受托人开展投资活动的必要步骤，只有在充分尽职调查的基础上受托人才能

¹⁸ See Investment Company Act of 1940 section 5 (b)(1).

了解拟投资产品的全貌，据此作出的投资决策才能算满足注意义务要求。

五是投资标的的标准，受托人可以按照 UPIA 的标准投资任何种类的财产或投资类型。这一标准是对法定清单规则的直接回应，如何选择投资标的完全属于受托人根据信托实际情况予以自由裁量的范围，除非在选择过程中出现不法行为，受托人的投资标的的选择权不受法律干预。

六是专业人士标准，具有特殊技能或专门知识的受托人，或者根据受托人表示受托人具有特殊技能或专门知识而被称为受托人的，有义务使用这些特殊技能或专门知识。按照这一标准，不同类型受托人应当适用不同的谨慎投资标准，¹⁹专业受托人应当适用与其所具有的技能及专门知识相符的专业标准。

七是最低成本标准，UPIA 第 7 条规定提出了最低成本要求，受托人在投资和管理过程中应将投资成本降到最低。

须说明的是，受托人并不保证投资回报。UPIA 第 8 条规定：“谨慎投资者规则表达的是一种行为的标准，而不是一种结果的标准。受托人是否遵守了谨慎投资者规则，应当根据受托人作出决定或者采取行动时的事实和情况来决定”。可见，注意义务是过程义务，而非结果义务，只有在明显有违谨慎原则时，受托人才对投资损失承担责任。²⁰

3. 法院和 SEC 对注意义务标准的补充

美国最高法院在 SEC v. Capital Gains Research Bureau 一

¹⁹ See Ruce, Philip J. "The Trustee and the Prudent Investor: The Emerging Acceptance of Alternative Investments as the New Fiduciary Standard," South Texas Law Review vol. 53, no. 4 (Summer 2012): p. 653-694, at 681, 682.

²⁰ 例如，《雇员退休收入保障法》(ERISA) 第 404 条 (a) (1) (C) 款对基金管理提出了“多样化投资以尽量减少大量损失”的要求，但除非有明显有违谨慎原则基金管理人不承担责任。

案中，将《投资顾问法》第 206 条的投资咨询关系定义为信义关系，²¹但该案并不涉及注意义务。²²SEC 在其执法行动中明确，投资顾问负有提供合理且独立的投资建议的义务，也即注意义务。因此，法院在审查投资顾问的行为时，须引入普通法中注意义务的规则。即便合同对管理人并未提出明确要求，法院依然采用普通法中的标准——采取合理注意——来审查管理人的行为。²³管理人应当以合理的注意、能力与勤勉经营客户的账户，其行事应符合行业习惯、惯例和标准。

在“Anwar v. Fairfield Greenwich, Ltd.”一案中，原告在由 Fairfield Greenwich Group（“FGG”）创立和运营的四个基金中投入大笔资金。绝大多数资金被管理人投资于 Bernard Madoff 经营的庞氏骗局。在麦道夫被定罪后，原告现在起诉基金管理人及其高管等人违反了包括注意义务在内的众多法定义务，并要求其赔偿损失。法院认为，基金管理人拥有投资领域的特殊技能和专业知识，应该理解麦道夫投资业务的情况。基金管理人在对麦道夫进行投资时，没有进行尽职调查或以其他方式提出有关麦道夫运作的警示，这些行为构成了注意义务的违反。

2010 年纽约州的“Hunnicut & Co. v Thinkstrategy Capital Mgt., LLC”也涉及庞氏骗局。在该案中，有限合伙人起诉其普通合伙人兼基金管理人违反注意义务，应为基金的损失承担赔偿责任。被告，一家简称为 TSCM 的基金管理公司投资由 Arthur Nadel 经营的庞氏骗局子基金，导致其本金

²¹ SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S. 180 (1963).

²² 当然，在判决的说明（dicta）中，最高法院指出，投资顾问的基本功能在于为有效管理投资提供个性化的、称职的、无偏见的、持续的建议。其中“有效管理”“称职建议”等描述暗含了对投资顾问应尽到合理注意的要求。

²³ Bullmore v. Ernst & Young Cayman Islands, 45 AD3d 461(2007)

损失 19%。原告主张，在互联网上经过简单搜索就能发现 Nadel 的诚信有缺，包括 1982 年因不诚实行为而被纽约州律协取消律师资格。法院认为，管理人未聘请调查机构对其投资的子基金进行背景调查，从未向除 Nadel 本人以外的任何第三人了解其身份经历，未尽到合理注意。

普通法规则之外，SEC 通过其行政执法丰富了注意义务在投资管理中的具体内涵。例如，1994 年的 1406 号文中，SEC 主张投资顾问向客户提供不适当的投资建议构成信义义务违反。SEC 指出，投资顾问向客户推荐与其投资目标、风险承受能力不适当的证券，违反《投资顾问法》第 206 条第 1 款和第 2 款规定的信义义务。可见，SEC 试图将投资者适当性义务也涵摄入信义义务。²⁴这一进路也得到司法实践的认可。法院认为，根据客户的投资目标、风险承受能力等特性推荐证券或管理资产是行业惯例，投资顾问在管理客户所托付的资产时，怠于按照行业通行的一般惯例与标准行事，构成“合理注意”的违反。当然，对投资管理是否适当，应视管理人建立的投资组合整体而定，投资几种超过客户风险承受能力的证券本身，并不必然构成适当性义务的违反。²⁵

（二）信义义务变化规律探究

1. 忠实义务的强制性

忠实义务通常是法定的和强制的，不得由当事人约定排除。当然，个别交易中的利益冲突，得通过充分的信息披露与基金同意来净化。忠实义务的法定性与强制性与信义关系的结构特征密切相关。信义关系建立的目的是以受托人行使

²⁴ Investment Advisers Act Release No. 1406(1994)，这里说试图，是因为该规则并未被正式采用。

²⁵ 同上注。

被授予的权力促进委托人或受益人的利益，忠实义务旨在减少受托人使用该权力以促进自身利益的诱惑，从而维护委托人或受益人利益。因此，受托人的忠实义务是信义关系得以建立和维系的核心。

投资顾问可与基金约定限制或排除信义义务的适用，不过，受《投资顾问法》规制的管理人与客户约定排除《投资顾问法》第 206 条忠实义务适用的条款无效。SEC 主张，在投资顾问合同中约定排除该条的投资顾问，实质为误导投资者《投资顾问法》的有关规定不适用，因而构成欺诈。²⁶此外，各州的证券法在《投资顾问法》第 206 条的基础上，也可能规定更加详细的投资顾问忠实义务规则，一些州基于投资顾问作为受托人这一法律身份，禁止其参与某些“不道德的商业行为（*unethical business practices*）”。详细地来看，包括禁止投资顾问提供不合理的投资建议、在未经客户批准的情况下行使自由裁量权、从事未授权的交易、收取过高的费用，及未披露重大利益冲突等。

另外，观察忠实义务的有关规则即可发现，《投资公司法》禁止的利益冲突交易比《投资顾问法》更为广泛，对本人交易与代理人交易的规定也比《投资顾问法》更为严格。试举一例说明之，在共同基金中，基金管理人与其关联方与基金之间发生的证券买卖与借贷，原则上禁止。除非满足下列条件：（1）交易公平合理，（2）不损害基金一方的利益（*not overreaching*），（3）符合基金的投资政策和（4）《投资公司法》其他规定，可申请 SEC 的豁免。但在私募基金中，

²⁶ In the Matter of William Lee Parks, Investment Advisers Act Release No.736(1980).

基金管理人可通过利益冲突披露+基金知悉的同意方式来进行此类交易。再比如，同一基金管理人管理的两只基金之间发生交易的行为，也属于双方代理。《投资顾问法》对此不曾涉及，此类交易仅需遵守《投资顾问法》一般的反欺诈规定。但《投资公司法》17a-7和SEC的执法行动表明，当客户是共同基金时，基金管理人的双方代理行为必须符合双方客户的最大利益，换言之，若一方得以在别处取得更好的交易，管理人即违背了对其的信义义务。²⁷《投资公司法》第17条适用的主体为基金、基金发起人及其关联人，在基金管理人为基金发起人的关联人的情形，管理人的利益冲突交易则受其规制。此时，共同基金的管理人，负担比私募基金管理人更为严格的忠实义务。这也是与公募基金和私募基金之间的区别相一致的。

2.注意义务的意定性

注意义务的程度与责任由当事人自行约定，管理人可以通过协议获得客户对其限制、变更或免除管理人注意义务的同意。UPIA第1条规定“谨慎投资者规则是一个可由委托人变更或废止的规则，信托条款可以扩展、限制、排除或者改变这一规则。受托人只要以合理地依赖信托条款的方式采取行动，即无须对受益人承担责任。”

对于私募基金，根据特拉华州《有限责任公司法》和《有限合伙法》，注意义务的范围和程度均可由有限公司的股东或者有限合伙的合伙人自行协商，但不得通过合同约定豁免有限公司董事、经理和有限合伙普通合伙人的诚信（good

²⁷ Investment Company Act Rule 17a-7.

faith) 义务和公平交易 (fair dealing) 义务。²⁸因此，在采取有限合伙或者有限公司制的基金中，当事人可以对信义义务的内容进行自由磋商，对普通合伙人或管理成员的豁免条款有效。²⁹

二、信义义务监管机制

(一) 信义义务作为监管工具

经验研究表明，提供更强投资者保护的共同基金市场，规模要大于投资者保护较弱的市场。对受托管理他人财产的人施以信义义务，是与提高市场透明度、惩治证券欺诈并列的证券市场监管手段。投资管理关系的结构性特征决定，信义义务是缓解管理人权力滥用和疏忽大意的最佳方案。管理人与投资者之间本就存在利益不一致和信息不对称，投资者由于专业知识和能力有限，必须授予管理人自由裁量权，但授权的后果是失控。易言之，投资者为了提升自己的利益，不得不将自己的利益置于管理人的控制之下。管理人有动机滥用委托人授予的权力为自己谋取利益，且其行为很可能不被发现。合同约束必然是不完备的，信息不对称下市场约束也难以完全发挥。政府区分好人与坏人、通过行政手段进行准入控制的方式很容易出错，也容易被俘获。单纯的事后监管存在滞后性，证券市场的高度流动性、波动性和复杂性导致利益较为隐蔽，且极易转移，管得过松可能放纵管理人的不当行为，但管得过紧又可能过于限制管理人行为空间，而

²⁸ Delaware Limited Liability Company Act § 18-1101(c), Delaware Limited Partnerships Act § 17-1101(d).

²⁹ Whenever in this Agreement the General Partner is permitted or required to make a decision (1) in its "discretion" or under a similar grant of authority or latitude, the General Partner shall be entitled to consider any interests and factors as it deems appropriate, including its own interest (so long as the General Partner also considers the interests of the Partnership and Limited Partners as a whole), or (ii) in its "good faith" or under another express standard, the General Partner shall act under such express standards and shall not be subject to any other or different standards imposed by this Agreement or by law or any other agreement contemplated herein.

束缚其自由裁量权的行使。因此，对基金管理人施加信义义务，在事前提出具有开放性的标准，事后由第三方裁量管理人权力行使是否忠实与合理的方式，能弥补市场和政府管制的不足。

不过，对基金管理人施以信义义务本质上是强制性地对基金行业经营活动中的风险与收益进行重新分配，提高了行业从业人员的行为标准与执业成本。考虑到我国资管行业目前的状况，尤其是分业监管的实际，不同的信义义务标准设定，将显著改变某一类资管产品的交易成本，产生朝底竞争的可能。是以，从顶层设计角度，将信义义务标准统一化十分必要。

（二）美国法上信义义务的监管机制

基金管理人违反信义义务，可能承担民事责任、行政责任甚至刑事责任。在美国，基金管理人信义义务的执行以证券监管部门为主导。在执法权之外，美国 SEC 还在一定程度上拥有证券市场监管的立法权与司法权，被称为“独立、高效与负责的全能机构”。正式立法对基金管理人信义义务的表述非常简略含糊，具体规则大部分是由 SEC 通过规则、表格和释令等正式和非正式的制度确立的；SEC 的观点和意见，还直接影响司法裁判。SEC 在执法中的主导地位，一方面是对基金管理人的私人诉讼大受限制所致，另一方面，无可否认专业监管机构的执法相比司法机关更为专业、主动和有效。SEC 享有高度独立的执法裁量权，执法措施丰富多样，对违法行为人能施以罚款、吐出非法所得、纠正违法行为、禁止个人任职等包括财产罚、行为罚和资格罚在内的行政处罚，

能全面调查并处分证券违法行为。当然，SEC 主要监管管理人的行为是否有悖忠实义务，对管理人是否恪尽谨慎勤勉，应否对投资者的损失承担赔偿责任的事后裁量，依然应当由基金或投资者个人诉诸法院。

（三）我国基金管理人信义义务规制述评

我国基金行业中违法违规行为较为频繁的发生，与我国立法与监管中对管理人职责和义务的规定与落实不足密切相关。由于《私募条例》的难产，私募基金行业更是面临规则供给的严重缺失。既有立法中虽有管理人信义义务的雏形，但存在许多有待完善之处。首先，缺乏基金管理人忠实义务的明确规范，《信托法》《基金法》和相应法规、规章，均无忠实义务这一上位概念而徒有个别行为的禁止性条款，无法统摄性地规制基金管理人有关损基金与基金持有人利益的行为。其次，将忠实义务与诚实信用原则混淆，实际上降低了对管理人行为的要求。《基金法》第 9 条对基金管理人义务的表述为“诚实信用、谨慎勤勉”。然而，诚实信用的内涵为不违背允诺和不故意损害他人，并不等同也不足以概括要求管理人“克己为人”的忠实义务。诚实信用作为信义义务的强制性内核，仅构成信义义务最低限度的要求。再次，对基金管理人尽自身能力与努力审慎投资的要求互相矛盾。《基金法》第 9 条要求基金管理人恪尽职守、谨慎勤勉，但《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》对广义上资产管理人的注意义务界定为“关于勤勉尽责”，将“恪尽职守、谨慎勤勉”限缩为“勤勉尽责”，即丧失了对管理人审慎投资、合理管控风险的要求。复次，具体规则逻辑不清、

表述粗糙，如将承诺收益这一欺诈行为与财产混同、不公平对待受益人等行为类型混同杂糅，禁止为基金和基金投资人以外的他人牟利，却不明确限制自我交易等等。最后，对违反信义义务的民事责任规定付之阙如，基金持有者的诉权规定也语焉不详。

（四）总结

基金管理人信义义务规则规范体系应包括法律法规的强制性规范、自律规则和当事人约定三个层次。由法律法规对基金管理人的信义义务做出强制性规定，自律规则根据基金的具体形态做出指引，当事人可通过合意对管理人义务进行约定，但约定不得排除或限制法律所强制规定的信义义务内容。

信义义务要求管理人以受益人利益最大化为目标行使其受托权力。忠实义务的内核是禁止性的，以预防管理人受到个人利益的诱惑而滥用权力，从而确保其坚守不以受益人的利益为代价促进自身利益的行为底线。注意义务对管理人的能力和努力有所要求，需要回归到具体情境做出判断，呈现出一定弹性。信义义务体系的开放性，当然存在无法给投资管理关系的各方主体提供准确行为预期的问题，但开放性能有效降低被监管者操纵风险，灵活适应错综复杂又瞬息万变的证券市场。基金管理人信义义务的落实，应将事前和事中的内部控制与事后的外部审查相结合，通过强化披露义务与合规义务来落实管理人管理利益冲突的忠实义务，防范和净化利益冲突，遏制管理人内部人员的义务违反行为；同时通过行业自律规范、惯例的细化完善，引导管理人善尽审慎

投资的职责。

【课题负责人为北京大学法学院教授甘培忠、浙江大学光华法学院助理教授周淳,报告原文共5万余字,本文系删节版,由中国证券投资基金业协会法律部范文艺校对】