

บทที่ 4

มาตรการทางกฎหมายในการควบคุมและกำกับดูแล ผู้ให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ในต่างประเทศ

1. มาตรการทางกฎหมายในการควบคุมและกำกับดูแลผู้ให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในประเทศ สหรัฐอเมริกา

1.1 บททั่วไป

1.1.1 ลักษณะโครงสร้างตลาดทุน

ตลาดทุน (Capital Market) หมายถึง แหล่งให้กู้ยืมและแหล่งระดมทุนระยะยาวที่ผู้ประกอบการสามารถแสวงหาเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในการก่อตั้งหรือขยายกิจการ ซึ่งเป็นการลงทุนที่ต้องใช้เงินเป็นจำนวนมากและเป็นการลงทุนระยะยาวเกิน 1 ปีขึ้นไป ดังนั้น ตลาดทุนจึงเป็นส่วนหนึ่งของระบบการเงินที่ช่วยให้การระดมเงินออมจากประชาชนทั่วไปและธุรกิจมาใช้เป็นประโยชน์เพื่อการลงทุนในกิจการอุตสาหกรรมและพาณิชย์กรรม ซึ่งเป็นรากฐานสำคัญอย่างหนึ่งสำหรับการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ¹

โครงสร้างของตลาดทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาอาจแบ่งออกได้เป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. ตลาดแรก (Primary Market) หรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ (New Issue Market) เป็นตลาดที่ระดมเงินทุนจากประชาชนทั่วไปและธุรกิจด้วยวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกโดยบริษัทมหาชน หรือบริษัทเอกชน หรือรัฐบาลเป็นครั้งแรก
2. ตลาดรอง (Secondary Market) หรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (Securities Market or Trade Market) เป็นตลาดซึ่งทำการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้เคยออกจำหน่ายผ่านมือผู้ลงทุนมาแล้ว

¹ ชรินทร์ พิทยาวิรัช, ตลาดการเงินในประเทศไทย, (กรุงเทพมหานคร : บริษัท อมรินทร์ พรินติงกรู๊ป จำกัด, 2534), หน้า 67.

จึงเป็นการซื้อขายเพื่อเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้นเท่านั้น ทั้งนี้ การซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรองจะต้องกระทำผ่านตลาดหลักทรัพย์ (Securities Market or Securities Exchange) หรือตลาดหุ้น (Stock Exchange)

1.1.1.1 ประเภทของตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาแบ่งเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ

1. ตลาดหลักทรัพย์แบบมีระเบียบ (Organized Market) เป็นตลาดที่มีการซื้อขายมีกฎเกณฑ์และระเบียบแบบแผน มีสถานที่ซื้อขายแน่นอน มีการตกลงราคากันอย่างเปิดเผย และมีเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์คอยควบคุมดูแลการดำเนินงานของตลาดให้เป็นไปตามกฎเกณฑ์ที่กำหนด โดยตลาดหลักทรัพย์แบบมีระเบียบในประเทศสหรัฐอเมริกาจัดตั้งขึ้นตามกฎหมายเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Securities Exchange Act of 1934 ซึ่งกำหนดให้ตลาดหุ้นต่างๆ จะต้องจดทะเบียนต่อ Securities and Exchange Commission (SEC) เป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Securities Exchange หรือ NSE) และแสดงให้เห็นว่าตลาดของตนมีการจัดการที่ดีและสามารถปฏิบัติตามกฎหมายตลอดจนระเบียบ ข้อบังคับของ SEC ได้ครบถ้วน พร้อมทั้งแสดงว่าตนเองมีกฎข้อบังคับรัดกุมพอที่จะทำให้การซื้อขายเป็นไปโดยยุติธรรม ขณะเดียวกันก็คุ้มครองผู้ลงทุนด้วย ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แบบมีระเบียบที่ใหญ่ที่สุดในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้แก่ New York Stock Exchange (NYSE)

2. ตลาดหลักทรัพย์แบบไม่มีระเบียบ (Over the counter market หรือ OTC) เป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์นอกระบบ (Unorganized Market) ที่ไม่มีระเบียบแบบแผน กล่าวคือ การซื้อขายไม่มีสถานที่แน่นอนและไม่มีการควบคุมดูแลเช่นตลาดหลักทรัพย์แบบมีระเบียบ การซื้อขายเกิดขึ้น โดยการติดต่อตามสถานที่ทำการของโบรกเกอร์ ธนาคาร หรืออาจใช้โทรศัพท์ในการเจรจาต่อรองหรือโทรเลขก็ได้ หลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายกันในตลาด OTC จะมีทั้งหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงและหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งหากเป็นการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน (Listed Securities) ในตลาด OTC จะเรียกการซื้อขายลักษณะนี้ว่า การซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ที่สาม (Third Market) นอกจากนี้ในประเทศสหรัฐอเมริกายังมีตลาดหุ้นใน OTC อีกชนิดหนึ่งเรียกว่า ตลาดหลักทรัพย์ที่สี่ (Fourth Market) ซึ่งเป็นแหล่งที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์จำนวนครั้งละมากๆ โดยวิธีการเจรจาต่อรองโดยตรงระหว่างผู้ซื้อกับผู้ขาย หรืออาจมีคนอื่นเข้ามาเป็นตัวเชื่อมโยงก็ได้ ตามวิธีนี้จะให้ประโยชน์ในแง่ที่ว่าจะประหยัดค่าธรรมเนียม ราคาที่ตกลงซื้อขายอาจได้ราคาที่สูงกว่าตลาดอื่นเพราะเกิดจากการเจรจากันโดยตรงและทำได้รวดเร็ว

1.1.1.2 การประกอบธุรกิจหลักทรัพย์

ธุรกิจหลักทรัพย์ (Securities Industry) เป็นธุรกิจที่ได้รับความสนใจและมีการจัดตั้งบริษัทเพื่อประกอบธุรกิจดังกล่าวเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยมีลักษณะการดำเนินงานและขนาดของบริษัทที่แตกต่างกันออกไป บริษัทที่ได้รับการจดทะเบียนเป็นนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์จากสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Association of Securities Dealers หรือ NASD) หรือ SEC (เฉพาะกรณีเป็นนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์อยู่ในตลาด OTC) อาจประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (brokerage) การรับดูแลหลักทรัพย์ (market-making) การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriting) การแนะนำการลงทุน (investment advice) และการจัดการกองทุน (fund management) ซึ่งจะต้องอยู่ภายใต้การกำกับและควบคุมของ Securities Exchange Act of 1934 และปฏิบัติตามกฎข้อบังคับของสมาคมที่ตนเป็นสมาชิก นั่นคือ NASD ซึ่งได้จดทะเบียนกับ SEC ภายใต้ Securities Exchange Act of 1934 นอกจากนี้ ในกรณีที่บุคคลใดๆ จะประกอบธุรกิจให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนจะต้องจดทะเบียนต่อ SEC และอยู่ภายใต้การกำกับและควบคุมของ Investment Advisers Act of 1940 และหากจะประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการกองทุนรวมจะต้องจดทะเบียนกับ SEC และอยู่ภายใต้การกำกับและควบคุมของ Investment Company Act of 1940

ในปี 1933 รัฐบาลแห่งชาติได้ประกาศใช้ Banking Act of 1933 (หรือที่รู้จักทั่วไปว่า Glass-Steagall Act) เพื่อกำหนดห้ามธนาคารประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการค้าหลักทรัพย์ (ยกเว้นพันธบัตรรัฐบาล) ในส่วนของสัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนเมื่อพิจารณาจากสถิติการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยจำแนกตามกลุ่มผู้ลงทุน ปรากฏว่าผู้ลงทุนบุคคล (Individuals) มีแนวโน้มจะนำทรัพย์สินในส่วนที่เป็นเงินออมเข้ามาลงทุนในตลาดทุนผ่านผู้ลงทุนประเภทสถาบันมากขึ้นแทนที่จะเข้าไปตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ด้วยตนเองโดยตรงประกอบกับในตลาดทุนมีการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ ซึ่งมีลักษณะที่ซับซ้อนมากขึ้น จากปัจจัยบวกดังกล่าวข้างต้นทำให้บริษัทต่างๆ หันมาประกอบธุรกิจหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้เกิดภาวะการแข่งขันที่สูงในภาคธุรกิจหลักทรัพย์ รัฐบาลแห่งชาติจึงพยายามที่จะกำหนดโครงสร้างทางกฎหมายหลักทรัพย์เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการกำกับและควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ และให้ความคุ้มครองแก่ประชาชนที่จะเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์

ในปี 1969 และ 1970 ธุรกิจหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาต้องประสบภาวะขาดทุนและปิดกิจการลงเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะบริษัทสมาชิกของ NYSE หลายบริษัทต้องปิดกิจการไปโดยมีสาเหตุส่วนหนึ่งจากความล้มเหลวของการดำเนินธุรกิจของบริษัทหลักทรัพย์เองและอีกส่วนหนึ่งมาจากความไม่มั่นคงของโครงสร้างตลาดทุน รวมถึงภาวะของตลาดหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์และราคาของหลักทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็ว จากเหตุการณ์ในครั้งนี้ทำให้รัฐบาลแห่งชาติของประเทศสหรัฐอเมริกาเริ่มให้ความสนใจในการศึกษาถึงความรับผิดชอบทางการเงินของบริษัทหลักทรัพย์ และการพัฒนาระบบการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ

1.1.1.3 ผู้ลงทุน

ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาอาจจำแนกออกเป็นกลุ่มใหญ่ๆ ได้ 3 กลุ่ม ดังนี้

1. ผู้ลงทุนบุคคล (Individual investors)

ผู้ลงทุนบุคคลเป็นกลุ่มที่มีรายได้ไม่มากนักเมื่อได้ใช้จ่ายรายได้ส่วนหนึ่งไปในการอุปโภคบริโภคแล้วยังมีรายได้อีกส่วนหนึ่งคงเหลือเก็บไว้เป็นเงินออม เงินออมส่วนนี้จะถูกนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ ซึ่งนโยบายการลงทุนของผู้ลงทุนกลุ่มนี้จะขึ้นอยู่กับสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในอดีตและมีแนวโน้มในการจัดการเงินทุนอย่างไม่มีหลักเกณฑ์ที่แน่นอน

2. ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน (Institutional investors) และนิติบุคคล

(Non-individual investors)

ผู้ลงทุนประเภทสถาบันเป็นกลุ่มผู้ลงทุนที่มีขนาดใหญ่และมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจของประเทศสหรัฐอเมริกามาก อาทิเช่น กองทุนบำนาญ (Pension Fund) กองทุนรวม (Mutual Fund) บริษัทประกัน (Insurance Company) ธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น นโยบายการลงทุนของผู้ลงทุนกลุ่มนี้จะอาศัยหลักวิชาการเป็นสำคัญ การดำเนินงานจะเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและมาตรฐานที่ดี และต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของกฎหมายอย่างเคร่งครัด โดยมีบุคลากรที่มีความสามารถและเชี่ยวชาญงาน โดยเฉพาะ ทั้งนี้ ผู้ลงทุนกลุ่มสถาบันของประเทศสหรัฐอเมริกามีแนวโน้มที่จะขยายสัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นตามลำดับ โดยเฉพาะใน New York Stock Exchange (NYSE) ขณะที่สัดส่วนการลงทุนในหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนบุคคล

กลับมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง²

3. บริษัทสมาชิก (Member Firms)

1.1.2 ลักษณะโครงสร้างของกฎหมายหลักทรัพย์และการกำกับดูแล

เมื่อพิจารณาถึงลักษณะโครงสร้างทางกฎหมายของกฎหมายหลักทรัพย์พบว่า มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการผลิต การจำหน่าย การใช้ หรือ การบริโภคสินค้าประเภทอื่นๆ ซึ่งมีเหตุผลในการประกาศใช้ คือ เพื่อให้ความคุ้มครองผู้บริโภคไม่ให้ได้รับอันตรายจากการใช้หรือบริโภคสินค้าและให้ความคุ้มครองในด้านการโฆษณาที่จะต้องไม่ใช่ข้อความอันเป็นเท็จหรือเกินความจริงหรืออาจก่อให้เกิดความเข้าใจผิดในสาระสำคัญเกี่ยวกับแหล่งกำเนิด สภาพ คุณภาพ หรือลักษณะของสินค้ารวมถึงเพื่อป้องกันไม่ให้มีการผูกขาดทางการค้าในระบบเศรษฐกิจ ทั้งนี้ สาเหตุสำคัญที่ทำให้ลักษณะ โครงสร้างทางกฎหมายหลักทรัพย์มีความแตกต่างออกไปมีอยู่ 5 ประการ คือ³

1. หลักทรัพย์เป็นทรัพย์สินที่มีความซับซ้อน (Intricate Merchandize)

หลักทรัพย์เป็นทรัพย์สินที่ผู้ออกหลักทรัพย์สร้างขึ้นสำหรับใช้เป็นเครื่องมือในการระดมทุน (เงินออม) จากประชาชนเพื่อนำไปใช้ในธุรกิจอุตสาหกรรมของผู้ออกหลักทรัพย์ เป็นเอกสารที่แสดงให้เห็นถึงสิทธิในการที่จะได้รับผลประโยชน์ในทรัพย์สินหรือกิจการของผู้ออกหลักทรัพย์ โดยอาจอยู่ในรูปแบบของดอกเบี้ย เงินปันผล หรือกำไรจากการขายหลักทรัพย์นั้น ไม่มีมูลค่าที่แท้จริง (no intrinsic value) กล่าวคือ การตีมูลค่า (Value) ของหลักทรัพย์ไม่มีวิธีการทางวิทยาศาสตร์หรือทางเศรษฐศาสตร์ที่ยอมรับแน่นอนในการตีค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ได้ แต่ผู้ลงทุนอาจตรวจสอบและประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ได้โดยพิจารณาจากผลตอบแทนการลงทุนที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตประกอบกับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งมูลค่าของหลักทรัพย์จะออกมาในลักษณะของการประมาณการที่มีความไม่แน่นอนขึ้นกับข้อมูลที่จะนำมาใช้ประมาณการว่ามีความถูกต้อง ครบถ้วน เพียงพอหรือไม่และใช้วิธีการใดในการหามูลค่าของหลักทรัพย์ ดังนั้น ความเพียงพอ ถูกต้อง และเชื่อถือได้ของข้อมูลจึงเป็นสิ่งสำคัญกับทรัพย์สิน

² David L. Ratner, *Securities Regulation in a Nutshell*. 5d Edition, (US : West Publishing Co., 1996), P. 6.

³ Ibid., pp. 1-3.

ประเภทหลักทรัพย์มากกว่าทรัพย์สินประเภทอื่น กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์จึงตั้งอยู่บนหลักการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure) ซึ่งเป็นหลักที่เข้ามาคุ้มครองการให้ข้อมูลนั่นคือ เมื่อหลักทรัพย์ใดได้รับอนุญาตให้เสนอขายแก่ประชาชนจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นแก่ประชาชนเพียงพอเพื่อให้ประชาชนได้ใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีเหตุผล

2. หลักทรัพย์เป็นเอกสารแสดงสิทธิที่มีมูลค่าสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้

ตลาดทุน (Capital Market) เป็นตลาดที่ไม่มีสภาพคล่องในตัวเองต่างจากตลาดเงิน (Money Market) ที่เป็นแหล่งระดมเงินออมในระยะสั้นและมีสภาพคล่องสูง ดังนั้นในการพัฒนาตลาดทุนให้สามารถแข่งขันกับตลาดเงินได้จึงต้องสร้างสภาพคล่องให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ในการที่จะสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ที่ผ่านการเสนอขายต่อประชาชนในตลาดแรก (Primary Market) มาแล้วได้ ทั้งนี้ โดยการจัดตั้งตลาดรอง (Secondary Market) สำหรับใช้เป็นแหล่งกลางในการซื้อขาย แลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ดังกล่าว หลักทรัพย์จึงมีลักษณะคล้ายเงินตรา (a kind of currency) มีมูลค่าคำนวณเป็นเงินได้ ซื้อขายแลกเปลี่ยนได้ในตลาดรองโดยมูลค่าและราคาของหลักทรัพย์จะขึ้นลงตามจำนวนของหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้น กฎหมายหลักทรัพย์จึงต้องเข้ามาให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนเพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่อง และในกรณีที่ผู้ออกหลักทรัพย์ต้องขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อดำเนินการอย่างหนึ่งอย่างใดจะต้องเปิดเผยข้อมูลที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาตัดสินใจเพิ่มเติมเมื่อผู้ถือหุ้นร้องขอ

3. ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลข่าวสารกับราคาหลักทรัพย์

เนื่องจากหลักทรัพย์เป็นทรัพย์สินที่มีความซับซ้อนยากแก่การกำหนดราคา สิ่งที่จะช่วยในการประเมินราคาหลักทรัพย์และความเสี่ยงในการลงทุน คือ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ รวมถึงข้อมูลอื่นๆ เช่น ภาวะเศรษฐกิจ ความร้อนแรงทางการเมือง ฯลฯ ดังนั้น ความถูกต้องและเพียงพอของข้อมูลที่เปิดเผยมจึงเป็นสาระสำคัญ นอกจากนี้มูลค่าและราคาหลักทรัพย์จะเคลื่อนไหวไปตามข้อมูลข่าวสารที่แพร่ออกไปซึ่งความเร็วของปฏิกิริยาที่เกิดจากความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลข่าวสารกับราคาหลักทรัพย์จะมีมากกว่าทรัพย์สินประเภทอื่น ดังนั้นจึงง่ายต่อการกระทำการฉ้อฉลหรือหลอกลวงไม่ว่าด้วยวิธีการสร้างข่าวหรือเผยแพร่ข่าวที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ เป้าหมายหลักของกฎหมายหลักทรัพย์จึงต้องการเข้ามาคุ้มครองและป้องกันประชาชนจากการถูกฉ้อฉลหลอกลวง รวมถึงการถูกเอาเปรียบจากการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน โดยการกำหนดบทบัญญัติเกี่ยวกับการป้องกันการฉ้อฉลไว้ในกฎหมายที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ทั้งหมด

4. ความไม่เท่าเทียมกันในเรื่องความรู้ความชำนาญเกี่ยวกับหลักทรัพย์

ธุรกิจหลักทรัพย์เป็นธุรกิจที่เติบโตขึ้นพร้อมๆ กับการพัฒนาตลาดทุน และมีผลกระทบต่อประชาชนรวมถึงระบบการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้ผู้ลงทุนประสบความสำเร็จหรือล้มเหลวในการลงทุนในหลักทรัพย์อีกด้วย เนื่องจากผู้ประกอบการธุรกิจหลักทรัพย์เป็นบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับหลักทรัพย์เป็นพิเศษ ดังนั้น การเอาัดเอาเปรียบกันจากการรับรู้ข้อมูลข่าวสารและความรู้ความเข้าใจที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างสาธารณชนทั่วไปกับผู้ประกอบการธุรกิจเกี่ยวกับหลักทรัพย์จึงอาจเกิดขึ้นได้ รวมถึงการให้บริการด้านหลักทรัพย์อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ประกอบการหลักทรัพย์กับผู้รับบริการ กฎหมายหลักทรัพย์จึงตั้งอยู่บนหลักการที่ว่ามีขึ้นเพื่อป้องกันผู้ที่ไม่รู้สาระสำคัญหรือข้อเท็จจริงจากผู้ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางธุรกิจ โดยกำหนดมาตรการทางกฎหมายในการควบคุมและกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ไม่ให้มีการเอาัดเอาเปรียบหรือแสวงหาประโยชน์อันมิพึงได้จากสาธารณชนทั่วไปที่ไม่มีความรู้ความเชี่ยวชาญและไม่มีประสบการณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์

5. มาตรการลงโทษผู้ฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์

กฎหมายหลักทรัพย์ได้กำหนดมาตรการทางกฎหมายสำหรับลงโทษผู้กระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนกฎหมายไว้หลายประการ โดยให้อำนาจแก่หน่วยงานของรัฐในการดำเนินการสอบสวนพิจารณาและลงโทษผู้กระทำการฝ่าฝืนกฎหมาย นอกจากนี้กฎหมายหลักทรัพย์ได้ให้สิทธิทางแพ่งแก่ผู้เสียหายที่จะฟ้องร้องในศาลเพื่อเรียกค่าเสียหายจากการฝ่าฝืนบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์อีกด้วย ในกรณีที่กฎหมายไม่ได้กำหนดให้สิทธิทางแพ่งแก่ผู้เสียหายไว้ชัดเจนศาลสูงของประเทศสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่จะวินิจฉัยประเด็นสิทธิทางแพ่งของผู้เสียหายว่าการฝ่าฝืนบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์ก่อให้เกิดสิทธิแก่ผู้เสียหายที่จะฟ้องเรียกค่าเสียหายส่วนแพ่งในศาลได้

หากพิจารณาจากปริมาณเงินหมุนเวียนในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ตลาดพันธบัตร (Bond Market) ซึ่งเป็นตลาดที่ทำการซื้อขายตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลกลาง รัฐบาลแห่งมลรัฐ รัฐบาลท้องถิ่น หรือบริษัทต่างๆ ของประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ใหญ่ที่สุดของประเทศสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามเนื่องจากผู้ลงทุนในตลาดพันธบัตรส่วนใหญ่จะเป็นผู้ประกอบการวิชาชีพเกี่ยวกับหลักทรัพย์ (professional) และนักลงทุนประเภทสถาบัน (institutional investors) ดังนั้น การควบคุมและกำกับดูแลการดำเนินกิจการใน

ตลาดพันธบัตรจึงค่อนข้างน้อยและไม่ค่อยได้รับความสนใจจากรัฐบาลกลางมากนัก⁴ ทั้งนี้ กฎหมายหลักทรัพย์ที่สำคัญๆ ของประเทศสหรัฐอเมริกาจะมุ่งในการควบคุมและกำกับดูแล การดำเนินธุรกรรมในตลาดซื้อขายหุ้นสามัญเป็นส่วนใหญ่ เนื่องจากเป็นตลาดที่มีประชาชนเข้ามา เกี่ยวข้องเป็นจำนวนมากระหว่างผู้ที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับหลักทรัพย์และประชาชนทั่วไป จึงอาจก่อให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของอำนาจต่อรองและการเอาเปรียบกัน ตลอดจนมีผลกระทบต่อทรัพย์สินของประชาชนค่อนข้างมากทำให้รัฐต้องเข้ามาแทรกแซงกลไกในการดำเนินธุรกิจเพื่อ ให้การคุ้มครองผู้ลงทุนและประโยชน์สาธารณะ (Public Interest and Protection of Investor)

1.1.2.1 แหล่งที่มาของกฎหมายหลักทรัพย์

ระบบกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศไทยเป็นระบบกฎหมาย ที่ค่อนข้างซับซ้อนมากที่สุดในโลก โดยมีแหล่งที่มาของกฎหมายสรุปได้ดังต่อไปนี้

(1) กฎหมายหลักทรัพย์ในระดับรัฐบาลกลาง โดยมี Securities and Exchange Commission (SEC) ซึ่งเป็นคณะกรรมการในระดับรัฐบาลกลางมีอำนาจหน้าที่ ดำเนินการตามกฎหมายอย่างกว้างขวาง นอกจากนี้ SEC อาจอาศัยอำนาจตามบทบัญญัติบางมาตรา ที่มอบอำนาจให้แก่ SEC ตรากฎระเบียบ และข้อบังคับ เพื่อกำหนดรายละเอียดในการบังคับใช้ กฎหมายให้เป็นไปตามเจตนารมณ์แห่งกฎหมาย และในกรณีที่มีปัญหาในการบังคับใช้กฎหมาย เจ้าหน้าที่ของ SEC (SEC staff) อาจแสดงความเห็นของตนเกี่ยวกับการตีความบทบัญญัติต่างๆ ใน กฎหมายหลักทรัพย์ผ่านเอกสารที่เรียกว่า Release No. ซึ่งเป็นหนังสือที่ออกโดย SEC เพื่อตีความ ข้อความหรืออธิบายถึงแนวทางปฏิบัติของ SEC และ No-action Letters ซึ่งเป็นหนังสือตอบ ข้อหารือที่ SEC ออกให้แก่ผู้สอบถาม เพื่อแสดงความเห็นของเจ้าหน้าที่ SEC ว่าหากมี การดำเนินการตามข้อเท็จจริงและแนวทางที่ผู้สอบถามถามมายัง SEC แล้ว เจ้าหน้าที่ SEC จะเสนอ เรื่องต่อ SEC ให้ดำเนินคดีกับผู้สอบถามหรือไม่ โดยหนังสือทั้งสองประเภทจะไม่มีผลบังคับเป็น กฎหมายแต่ผู้สอบถามและผู้ที่เกี่ยวข้องอาจใช้อ้างอิงเบื้องต้นในการพิจารณาถึงความชอบด้วย กฎหมายของกิจการที่กระทำหรือจะกระทำได้

(2) กฎหมายหลักทรัพย์ในระดับมลรัฐ นอกจากกฎหมายหลักทรัพย์ใน ระดับรัฐบาลกลางแล้วในแต่ละมลรัฐจะมีการตรากฎหมายเพื่อควบคุมและกำกับดูแลการดำเนิน

⁴ Ibid., p. 3.

กิจการเกี่ยวกับหลักทรัพย์ภายในมลรัฐอีกชั้นหนึ่ง ซึ่งในแต่ละมลรัฐอาจกำหนดรายละเอียดของกฎหมายหลักทรัพย์แตกต่างกันออกไป อาทิเช่น ในหลายๆ มลรัฐ ได้กำหนดให้ผู้ออกหลักทรัพย์ยื่นคำขอจดทะเบียนก่อนเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนในมลรัฐและจะไม่อนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ภายในมลรัฐหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่เพียงพอ ซึ่งในบางมลรัฐจะไม่มีข้อกำหนด บทบัญญัติดังกล่าว ทั้งนี้ กฎหมายหลักทรัพย์ในระดับมลรัฐส่วนใหญ่จะมีการกำหนดมาตรการทางกฎหมายในทำนองเดียวกันกับกฎหมายหลักทรัพย์ในระดับรัฐบาลกลาง โดยอาจมีรายละเอียดบางประการที่แตกต่างออกไป

(3) กฎหมายหลักทรัพย์ในระดับขององค์กรกำกับดูแลตนเอง องค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self-regulatory Organization หรือ SROs) มีลักษณะเป็นองค์กรกึ่งเอกชน (quasi-public organizations) การก่อตั้ง SROs อาจต้องยื่นขอจดทะเบียนต่อ SEC ทั้งนี้ SROs มีสิทธิที่จะออกกฎระเบียบในการดำเนินงานของสมาชิกภายในองค์กรเองและนำเสนอต่อ SEC ซึ่งในบางกรณีอาจต้องได้รับความเห็นชอบ (approval) จาก SEC และ SEC มีสิทธิเสนอให้แก้ไขเพิ่มเติมได้ SROs ที่สำคัญๆ ของประเทศสหรัฐอเมริกา ได้แก่ National Securities Exchange (NSE) หรือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ และ National Association of Securities Dealers (NASD) หรือ สมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์แห่งชาติ หนึ่งในกรณีที่สมาชิกของ SROs ฝ่าฝืนกฎระเบียบของ SROs SROs ย่อมมีอำนาจลงโทษสมาชิกของตนได้

1.1.2.2 กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์

การค้าหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนทุกเรื่องจะถูกกำกับและควบคุมภายใต้กฎหมายในระดับรัฐบาลแห่งชาติและระดับมลรัฐ โดยสภาองเกรสจะเป็นผู้พิจารณาและประกาศใช้กฎหมายในระดับรัฐบาลแห่งชาติเพื่อกำกับดูแลการค้าหลักทรัพย์ระหว่างมลรัฐต่างๆ ซึ่งกฎหมายในระดับมลรัฐจะขัดหรือแย้งกับกฎหมายในระดับรัฐบาลแห่งชาติไม่ได้ กฎหมายหลักทรัพย์ในระดับมลรัฐซึ่งเป็นที่รู้จักทั่วไป ได้แก่ Blue Sky Law เป็นกฎหมายที่มลรัฐต่างๆ ประกาศใช้ภายในมลรัฐเพื่อกำกับดูแลการค้าหลักทรัพย์ โดยมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการจดทะเบียนของนายหน้าและผู้ค้าหลักทรัพย์ การจดทะเบียนหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายในมลรัฐ และมาตรการลงโทษการกระทำอันเป็นการฉ้อฉลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ นอกจากนี้ มลรัฐต่างๆ กว่า 30 มลรัฐได้นำบทบัญญัติแห่ง Uniform Securities Act of 1956 (USA) ซึ่งถูกแก้ไขในปี 1985 มาใช้เป็นแนวทางในการบัญญัติกฎหมายหลักทรัพย์ภายในมลรัฐของตน อย่างไรก็ตามลักษณะของกฎหมายหลักทรัพย์

ของมลรัฐต่างๆ ที่ได้รับอิทธิพลจาก Uniform Securities Act of 1956 ก็ยังคงมีความแตกต่างกัน ออกไปตาม โครงสร้างของตลาดทุนและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจของแต่ละมลรัฐ

กฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาในระดับรัฐบาลแห่งชาติ ที่สำคัญๆ รวม 6 ฉบับ ถูกประกาศใช้ในปี 1933-1940 ซึ่งมีการแก้ไขเป็นระยะๆ เพื่อให้สอดคล้อง กับสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป ส่วนอีกฉบับหนึ่งถูกประกาศใช้ในปี 1970 โดยกฎหมาย หลักทรัพย์แต่ละฉบับจะมีเหตุผลในการประกาศใช้เพื่อแก้ไขปัญหาเรื่องต่างๆ ในแต่ละสถานการณ์ ที่แตกต่างกันออกไป ดังนี้

(1) Securities Act of 1933 (SA)

กฎหมายฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ในการประกาศใช้ 2 ประการ คือ ประการที่ 1 เพื่อกำกับและควบคุมการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ ต่อสาธารณชนให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ออกใหม่แก่ผู้ลงทุนอย่างเต็มที่โดยใช้ ระบบการจดทะเบียนและหลักการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure basis) นั่นคือ กฎหมายกำหนดห้าม มิให้บุคคลใดๆ เสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ทุกประเภทต่อประชาชนหรือบุคคลใดๆ เว้นแต่จะ ได้ รับการตรวจสอบหนังสือชี้ชวนที่แจ้งข้อมูลอันเป็นสาระสำคัญเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ตาม รายละเอียดที่กำหนดไว้โดยกฎหมายและได้รับอนุมัติให้จดทะเบียนหลักทรัพย์จาก SEC แล้ว วัตถุประสงค์ของการจดทะเบียนนี้ คือ เพื่อให้มีการเปิดเผยฐานะทางการเงินตลอดจนปัจจัยต่างๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ออก ซึ่งจะยังผลให้ผู้ลงทุนสามารถประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ได้ หรือ ได้รับ การยกเว้นจากการจดทะเบียนตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด

ประการที่ 2 เพื่อป้องกันการแสดงข้อความอันเป็นเท็จ หลอกหลวง หรือ การกระทำใดๆ อันเป็นการฉ้อฉล หรือหลอกหลวงในการเสนอขายหรือขายหลักทรัพย์ทั่วไป ไม่ว่าจะ ต้องจดทะเบียนหรือไม่ก็ตาม

(2) Securities Exchange Act of 1934 (SEA)

กฎหมายฉบับนี้ครอบคลุมการกำกับและควบคุมการซื้อขายหลักทรัพย์ ใดๆ ที่เคยออกจำหน่ายผ่านมือผู้ถือหุ้นมาแล้ว โดยกำหนดให้หลักทรัพย์ที่จะซื้อขายใน ตลาดหลักทรัพย์ต้องขึ้นคำขอจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์และต่อ SEC สำหรับหลักทรัพย์ที่จะ ซื้อขายในตลาดนอกกระบวน (OTC) ต้องขึ้นคำขอจดทะเบียนต่อ SEC หากเข้าตามเกณฑ์ที่ SEC ประกาศกำหนด โดยใช้หลักการเปิดเผยข้อมูลอย่างเต็มที่ (Full disclosure basis) ทั้งฐานะทางการเงิน

และการจัดการตลอดจนยื่นรายงานประจำงวดหรือประจำปีอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้ข้อมูลที่ SEC หรือตลาดหลักทรัพย์มีอยู่ถูกต้องตรงกับภาวะปัจจุบันของบริษัท นอกจากนี้กฎหมายยังมีข้อกำหนดเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุน โดยมีข้อห้ามการกระทำฉ้อฉลหรือหลอกลวงในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การควบคุมการให้สินเชื่อเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Margin Trading) การสอดส่องดูแลตลาดหลักทรัพย์ และให้มีการจดทะเบียนของ Exchange and Securities Association (E.S.A.) ต่อ SEC ซึ่งได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ (National Securities Exchange) และนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ซึ่งดำเนินการค้าหลักทรัพย์ในตลาดนอกระบบ (OTC) ในการค้าระหว่างรัฐ ฯลฯ

(3) The Public Utility Holding Company Act of 1935 (PUHCA)

กฎหมายฉบับนี้มีเหตุผลในการประกาศใช้ คือ เพื่อที่จะแก้ไขการกระทำในสิ่งผิดต่างๆ ซึ่งสมาชิกสภาของเกรสได้ชักถามเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในเรื่องทางการเงินและการดำเนินงานของ Holding company* ที่ถือหุ้นในรัฐวิสาหกิจประเภทสาธารณูปโภคไฟฟ้าและแก๊ส โดยให้อำนาจแก่ SEC ในการออกแบบระบบโครงสร้างของบริษัท ซึ่งควบคุมกิจการของบริษัทอื่น (Holding company) ให้เป็นระบบที่ง่าย (simplified) และมีการรวมบริษัทเข้าด้วยกัน ซึ่งการดำเนินการโดย SEC ภายใต้กฎหมายฉบับนี้ส่วนใหญ่จะเสร็จสมบูรณ์ตั้งตั้งแต่ปี 1950 และในปี 1995 SEC ได้เสนอให้สภาของเกรสยกเลิกกฎหมายฉบับดังกล่าวโดยโอนหน้าที่ของ SEC ตามกฎหมายฉบับนี้ไปยังคณะกรรมการควบคุมพลังงานแห่งชาติของสหรัฐอเมริกา (Federal Energy Regulatory Commission)

(4) The Trust Indenture Act of 1939 (TIA)

กฎหมายฉบับนี้มีเหตุผลในการประกาศใช้ คือ เพื่อควบคุมการกู้ยืมเงินจากประชาชนโดยวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ (Debt Securities) และดำเนินการไปภายใต้สัญญาจัดการ (Trust Indenture) ถ้าการเสนอขายหลักทรัพย์ในแต่ละครั้งเกินกว่าจำนวนที่ SEC กำหนดถึงแม้ว่าหลักทรัพย์เหล่านี้จะได้รับอนุญาตให้จดทะเบียนภายใต้ Securities Act of 1933 แล้วแต่หาก Trust Indenture ไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่กำหนดไว้ในกฎหมายฉบับนี้สำหรับ

* บริษัทผู้ถือหุ้นจะเข้าไปมีอำนาจควบคุมบริษัทอื่นๆ มากกว่าหนึ่งแห่งขึ้นไปด้วยการเข้าไปถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ของบริษัทนั้นๆ ซึ่งบริษัทดังกล่าวจะกลายเป็นบริษัทสาขา และต้องดำเนินกิจการตามนโยบายหลักที่ถูกควบคุมโดยบริษัทที่เข้าถือหุ้นนี้ซึ่งจะถือว่าเป็นบริษัทแม่

การให้ความคุ้มครองสิทธิประโยชน์ขั้นต่ำแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ (Securities Holdings) ก็อาจจะเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวต่อสาธารณชนไม่ได้ นอกจากนี้กฎหมายยังกำหนดให้ Trustee เป็นนิติบุคคลที่ประกอบด้วยเงินทุนขั้นต่ำ มีความรับผิดชอบและปฏิบัติหน้าที่ให้เป็นไปตามมาตรฐานเกี่ยวกับความเป็นอิสระจากผลประโยชน์ที่ขัดแย้ง (Conflict of Interest) รวมถึงห้ามกระทำการใดๆ อันอาจทำให้ผู้ถือหลักทรัพย์เสียสิทธิในการฟ้องร้องเรียกเงินต้นและดอกเบี้ยคืนจากผู้ถือหลักทรัพย์

(5) The Investment Company Act of 1940 (ICA)

กฎหมายฉบับนี้ให้อำนาจแก่ SEC ในการควบคุมและกำกับดูแลการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทการจัดการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยกำหนดให้บริษัทจัดการกองทุนรวม (Investment Companies) ซึ่งระดมเงินทุนจากประชาชนโดยการออกหน่วยลงทุนจำหน่ายแก่ประชาชนและนำไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ โดยได้รับค่าธรรมเนียมหรือค่าตอบแทนอื่นต้องจดทะเบียนกับ SEC เพื่อประโยชน์ในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน นโยบายการลงทุนและข้อมูลอื่นๆ เท่าที่นักลงทุนควรจะทราบ นอกจากนี้ กฎหมายยังกำหนดหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการจัดการของบริษัทจัดการกองทุนรวม โครงสร้างทางการเงิน ข้อจำกัดเกี่ยวกับสัญญาการจัดการลงทุน การเปลี่ยนแปลงการลงทุน รวมถึงการห้ามไม่ให้มีรายการค้าระหว่างบริษัทและกรรมการหรือพนักงานหรือบุคคลหรือบริษัทในเครือ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตจาก SEC ซึ่งพิจารณาแล้วเห็นว่าเป็นธรรมและมีได้เป็นการสมรู้ร่วมคิดหรือสมยอม ฯลฯ

(6) The Investment Advisers Act of 1940 (IAA)

กฎหมายฉบับนี้ใช้บังคับกับบุคคลใดๆ ที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวกับการให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อค่าตอบแทน ซึ่งกำหนดให้ต้องยื่นคำขอจดทะเบียนต่อ SEC และปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับที่กำหนดไว้เพื่อคุ้มครองประโยชน์ของผู้ลงทุน โดยกฎหมายได้มอบอำนาจให้แก่ SEC ในการปฏิเสธ พัก หรือเพิกถอนการจดทะเบียน หากพิจารณาเห็นว่าผู้ยื่นคำขอ ไม่มีคุณสมบัติครบองค์ประกอบตามที่กฎหมายกำหนด รวมถึงกรณีมีการกล่าวโทษว่ามีการกระทำผิดทางอาญาเกี่ยวกับการเงินหรือการละเมิดกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ นอกจากนี้ SEC อาจมีคำสั่งให้บุคคลใดกระทำการหรืองดเว้นกระทำการอย่างใดอย่างหนึ่งเพื่อระงับการฝ่าฝืนกฎหมายฉบับนี้ ตลอดจนอาจเสนอให้กระทรวงยุติธรรมดำเนินการฟ้องร้องทางอาญาสำหรับกรณีที่มีการกระทำอันเป็นการฉ้อฉล หลอกลวง หรือฝ่าฝืนกฎหมายหรือข้อบังคับของ SEC โดยเจตนา ทั้งนี้ นับแต่กฎหมายฉบับนี้มีผลใช้บังคับ

สถานิติบัญญัติของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ทำการแก้ไขเปลี่ยนแปลงกฎหมายฉบับนี้รวมทั้งสิ้น 7 ครั้งด้วยกัน คือ ในปี ค.ศ. 1960, 1970, 1975, 1980, 1986, 1988, 1990 และ 1996

(7) The Securities Investor Protection Act of 1970

สถานิติบัญญัติของประเทศสหรัฐอเมริกาได้ออกกฎหมายฉบับนี้ เพื่อจัดตั้งสถาบันพิทักษ์ผู้ลงทุน (Securities Investment Protection Corporation หรือ SIPC) โดยมอบอำนาจให้ SIPC มีอำนาจหน้าที่ในการกำกับดูแลสมาชิกขององค์กร ซึ่งประกอบด้วยนายหน้าผู้ค้าหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนภายใต้ Securities Exchange Act of 1934 และบริษัทสมาชิกของตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติเกี่ยวกับการดำรงสภาพคล่อง (liquidity) ทางการเงินของบริษัทหลักทรัพย์ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาทางการเงิน นอกจากนี้ SIPC ยังสามารถเรียกเก็บค่าธรรมเนียมจากสมาชิกเพื่อใช้เป็นกองทุนสำหรับให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนซึ่งเป็นลูกค้ำของสมาชิก และจะจัดสรรให้แก่ผู้ลงทุนที่ได้รับความเสียหายจากการกระทำของสมาชิกไม่เกินวงเงินคุ้มครองที่ SIPC กำหนด

จากการที่ประเทศสหรัฐอเมริกามีกฎหมายหลักทรัพย์ถึง 7 ฉบับ ทำให้ต้องประสบปัญหาในเรื่องความซับซ้อนและความไม่สอดคล้องกันบางประการของกฎหมายแต่ละฉบับ อีกทั้งทำให้เกิดความยุ่งยากในการปฏิบัติตามกฎหมายดังกล่าว ในระหว่างปี 1971-1979 สถาบันกฎหมายแห่งประเทศสหรัฐอเมริกา (American Law Institute) จึงได้มีความเคลื่อนไหวให้มีการรวมกฎหมายทั้ง 7 ฉบับดังกล่าวให้อยู่ในฉบับเดียวกันโดยเสนอร่างกฎหมายที่เรียกว่า Federal Securities Code ซึ่งแบ่งออกเป็น 20 บทในแต่ละบทจะประกอบด้วยสาระสำคัญของกฎหมายแต่ละฉบับ ทั้งนี้ ร่างกฎหมายที่เสนอต่อสภาองเกรสนี้จะยังคงในส่วนที่เป็นสาระสำคัญของกฎหมายทั้ง 7 ฉบับไว้แต่จะแก้ไขเปลี่ยนแปลงเพียงในส่วนที่เป็นปัญหาในทางปฏิบัติเท่านั้นซึ่งได้แก่

- 1) ความซับซ้อนที่เกิดขึ้นจากการให้คำจำกัดความที่แตกต่างกันออกไปของกฎหมายหลักทรัพย์แต่ละฉบับ
- 2) ในกรณีของการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชน กฎหมายควรให้ความสำคัญกับการจัดส่งรายงานภายในช่วงเวลาที่กำหนดแทนที่จะให้ความสำคัญกับหลักการเปิดเผยข้อมูลมากเกินไป
- 3) การให้สิทธิทางแพ่งแก่ผู้เสียหายที่จะฟ้องร้องในศาลสหรัฐเพื่อเรียกค่าเสียหายจากการฝ่าฝืนบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์

ในเดือนพฤษภาคม ปี ค.ศ.1978 American Law Institute ได้เสนอ Federal Securities Code แก่สภาองค์กรสเพื่อพิจารณาและประกาศใช้เป็นกฎหมาย โดยมีเหตุผลสำคัญในการเสนอร่างกฎหมายดังกล่าว คือ เพื่อแก้ไขบทบัญญัติที่ซ้ำซ้อนกันของกฎหมายแต่ละฉบับ เนื่องจากกฎหมายแต่ละฉบับถูกประกาศใช้เพื่อแก้ไขปัญหาในแต่ละเหตุการณ์ที่ต่างกันออกไป ซึ่งการรวมกฎหมายดังกล่าวเข้าด้วยกันจะทำให้เกิดประสิทธิภาพในการควบคุมและกำกับดูแลยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตามร่างกฎหมายฉบับนี้ไม่ผ่านการพิจารณาของสภาองค์กรสและภายหลังจากนั้นก็ไม่ได้มีการหยิบยกประเด็นการรวมกฎหมายทั้ง 7 ฉบับขึ้นพิจารณาอีกแต่ก็ได้มีความพยายามที่จะแก้ไขปัญหาดังกล่าวที่เกิดขึ้น โดยการที่ SEC ตรากฎระเบียบ ข้อบังคับใหม่ๆ เพื่อกำหนดรายละเอียดในการบังคับใช้กฎหมาย หรือการที่ศาลสหรัฐอเมริกาใช้ดุลพินิจในการตีความบทบัญญัติแห่งกฎหมายที่มีลักษณะคลุมเครือไม่ชัดเจนเป็นต้น

1.2 กฎหมายที่ใช้บังคับแก่การดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์

1.2.1 Investment Advisers Act of 1940 (IAA)

1.2.1.1 ที่มาและเหตุผลในการประกาศใช้ IAA

การประกอบวิชาชีพอิสระประเภทการเป็นที่ปรึกษาทางการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาถือกำเนิดขึ้นภายหลังสงครามโลกครั้งที่ 1 ในระยะเริ่มแรกการกำกับดูแลการดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นไปค่อนข้างน้อย กฎหมายที่กำกับดูแลกิจการให้คำปรึกษาการลงทุนจะเป็นกฎหมายในระดับมลรัฐเท่านั้น ทั้งนี้ เนื่องจากการประกอบวิชาชีพที่ปรึกษาการลงทุนยังไม่ค่อยเป็นที่สนใจและมีผู้ประกอบวิชาชีพดังกล่าวเพียงน้อยรายเท่านั้น จนกระทั่งหลังจากปี ค.ศ.1929 บริษัทที่ปรึกษาการลงทุนเริ่มก่อตั้งขึ้นและเพิ่มจำนวนขึ้นอย่างรวดเร็ว ในปี ค.ศ.1940 หลังจาก SEC ได้ทำการศึกษาอย่างค่อเนื่องเกี่ยวกับภาวะการลงทุนในตลาดรองจึงได้เสนอรายงานเพิ่มเติมสั้นๆ เกี่ยวกับที่ปรึกษาการลงทุนต่อ Senate Banking and Currency Committee ดังนี้

“Not only must the public be protected from the frauds and misrepresentations of unscrupulous tipsters and touts, but the bona fide investment counsel must be safeguarded against the stigma of the activities of these individuals. Virtually no limitations or

restrictions exist with respect to the honesty and integrity of individuals who may solicit funds to be controlled, managed, and supervised. Persons who may have been convicted or enjoined by courts because of perpetration of securities fraud are able to assume the role of investment advisers. Individuals assuming to act as investment advisers at present can enter profit - sharing contracts which are nothing more than “heads I win, tails you lose” arrangements. Contracts with investment advisers which are of a personal nature may be assigned and the control of funds of investors may be transferred to others without the knowledge or consent of the client.”⁵

รายงานฉบับนี้สะท้อนให้เห็นถึงปัญหาสำคัญที่เกิดขึ้นกับผู้รับบริการให้คำปรึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการปฏิบัติหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุน ซึ่งส่งผลให้ผู้รับบริการได้รับความเสียหายจากการปฏิบัติหน้าที่ให้คำปรึกษาการลงทุนดังกล่าว อาทิเช่น ความไม่ซื่อสัตย์สุจริตในการให้คำแนะนำการลงทุน โดยให้คำแนะนำในลักษณะเป็นการเสี่ยงโชค และไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของลูกค้าเป็นสำคัญ หรือการทำสัญญาเป็นที่ปรึกษาการลงทุนในลักษณะเป็นการเอาเปรียบลูกค้าโดยให้ที่ปรึกษาการลงทุนสามารถโอนเงินทุนของลูกค้าที่ตนรับดูแลผลประโยชน์ได้โดยไม่ต้องได้รับความยินยอมหรือแจ้งให้ลูกค้าทราบ เป็นต้น ดังนั้น เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาดังกล่าวสภานิติบัญญัติของประเทศสหรัฐอเมริกาจึงได้ตรา Investment Advisers Act of 1940 ขึ้น โดยมีเหตุผลสำคัญในการประกาศใช้ คือ เพื่อใช้ควบคุมและกำกับดูแลการดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์และให้ความคุ้มครองป้องกันผลประโยชน์ของนักลงทุนจากการกระทำอันเป็นการฉ้อฉล หลอกลวง หรือไม่สุจริตของที่ปรึกษาการลงทุนนั่นเอง

1.2.1.2 สาระสำคัญของ IAA

1) การบังคับใช้และขอบเขตการบังคับใช้

Investment Advisers Act of 1940 เริ่มมีผลใช้บังคับตั้งแต่

⁵ Senate Report No.1775, 76th Cong., 3d Sess. 21-22 (1940).

วันที่ 1 พฤศจิกายน ค.ศ. 1940 เป็นต้นไป⁶ โดยใช้บังคับแก่บุคคลใดก็ตามที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจให้คำแนะนำแก่บุคคลอื่นเกี่ยวกับคุณค่าของหลักทรัพย์หรือความเหมาะสมในการลงทุนในหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาหรือมีการให้บริการจากประเทศสหรัฐอเมริกา โดยหวังบ้ำเห็นจจากผู้ที่ปรึกษาที่ต้องการคำแนะนำการลงทุนเป็นการตอบแทน กฎหมายฉบับนี้จะไม่ใช่บังคับแก่บุคคลบางจำพวกที่กำหนดอยู่ในรายการยกเว้น ทั้งนี้ เนื่องจากเห็นว่าพฤติกรรมของบุคคลเหล่านี้ได้ถูกควบคุมและกำกับดูแลภายใต้กฎหมายหลักทรัพย์อื่นแล้ว หรือการกระทำของบุคคลเหล่านี้ไม่ได้ก่อให้เกิดความเสี่ยงแก่ผู้ลงทุนแต่อย่างใด

2) บุคคลที่อยู่ในบังคับของ IAA

บุคคลที่อยู่ในบังคับของ IAA ได้แก่ บุคคลที่เข้าข่ายเป็นที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Adviser) ซึ่งตาม IAA ได้ให้ความหมายของที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Adviser) ไว้ในมาตรา 202 (a) (11) ซึ่งมีใจความว่า ที่ปรึกษาการลงทุน หมายถึง บุคคลใดๆ เพื่อคำตอบแทนดำเนินธุรกิจให้คำแนะนำแก่บุคคลอื่นไม่ว่าโดยทางตรง หรือโดยผ่านสิ่งพิมพ์ หรือข้อเขียนเกี่ยวกับคุณค่าของหลักทรัพย์หรือความเหมาะสมของการลงทุนในหลักทรัพย์ ความเหมาะสมของการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือบุคคลใดๆ เพื่อคำตอบแทนและเป็นส่วนหนึ่งของการประกอบธุรกิจเป็นทางคำปากติดออกหรือเผยแพร่ผลวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์...”*

2.1) หลักเกณฑ์ของการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

จากคำจำกัดความข้างต้นการที่บุคคลใดก็ตามซึ่งเกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจให้คำแนะนำการลงทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์จะต้องตกอยู่ภายใต้บังคับของ IAA นั้นต้องปรากฏว่ามีการดำเนินการครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ของการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนดังต่อไปนี้

⁶ Section 221 of Investment Advisers Act.

* ถอดความจาก Section 202 (11) ซึ่งบัญญัติว่า “Investment Adviser” means any person who, for compensation, engages in business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities; ...”

(1) มีการให้คำแนะนำ (Providing advice)

หลักเกณฑ์ประการแรกของการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน คือ บุคคลนั้นจะต้องดำเนินธุรกิจในลักษณะใดลักษณะหนึ่งดังต่อไปนี้

(1.1) การให้คำแนะนำแก่บุคคลอื่นเกี่ยวกับคุณค่าของหลักทรัพย์ หรือความเหมาะสมของการลงทุนในหลักทรัพย์ ความเหมาะสมของการซื้อหรือขายหลักทรัพย์*

(1.2) การออกหรือเผยแพร่ผลวิเคราะห์ หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์แก่บุคคลอื่น

* มาตรา 202 (a) (18) ได้ให้ความหมายของหลักทรัพย์ (Security) มีใจความว่า “หลักทรัพย์ หมายถึง ตั๋วเงิน (note) หุ้น (stock) หุ้นของบริษัทที่บริษัทถือไว้เองในนามบริษัท (treasury stock) พันธบัตร (bond) หุ้นกู้ (debenture) หลักฐานแห่งหนี้ (evidence of indebtedness) หนังสือสำคัญแสดงส่วนได้เสียหรือแสดงการมีส่วนร่วมในสัญญาแบ่งส่วนผลกำไร (certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement) หนังสือสำคัญแสดงการถือหลักประกันร่วม (collateral-trust certificate) หนังสือสำคัญก่อนการจัดตั้งนิติบุคคลหรือใบจองหุ้น (preorganization certificate or subscription) หุ้นที่เปลี่ยนมือได้ (transferable share) สัญญาลงทุน (investment contract) หนังสือสำคัญแสดงข้อผูกพันการลงมติร่วม (voting-trust certificate) หนังสือสำคัญแสดงการรับฝากหลักทรัพย์ (certificate of deposit for a security) ส่วนได้เสียที่ไม่อาจแบ่งแยกได้ในสิทธิแสวงประโยชน์ในน้ำมันก๊าซหรือทรัพยากรอื่นๆ (fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights) สิทธิในการขาย (put) สิทธิในการซื้อ (call) สิทธิในการขายและซื้อแบบผสม (straddle) สิทธิในการเลือกซื้อหรือขาย (option) หรือสิทธิประโยชน์ (privilege) ในหลักทรัพย์ (on any security) (รวมถึงบัตรเงินฝาก (certificate of deposit) หรือในกลุ่มหรือดัชนีของหลักทรัพย์ (any group or index of securities) (รวมถึงส่วนได้เสียใดๆ ในกลุ่มหรือดัชนีของหลักทรัพย์หรือส่วนได้เสียใดๆ ที่ขึ้นอยู่กับคุณค่าของกลุ่มดัชนีของหลักทรัพย์) หรือสิทธิในการขาย (put) สิทธิในการซื้อ (call) สิทธิในการขายและซื้อแบบผสม (straddle) สิทธิในการเลือกซื้อหรือขาย (option) หรือสิทธิประโยชน์ (privilege) ในเงินตราต่างประเทศที่ได้ก่อตั้งขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ (entered into on a national securities exchange relating to foreign currency) หรือ โดยทั่วไปส่วนได้เสียหรือตราสารซึ่งเรียกกันทั่วไปว่า หลักทรัพย์ (or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”) หรือหนังสือสำคัญแสดงส่วนได้เสียหรือการมีส่วนร่วมในสิ่งที่กล่าวมาข้างต้น (any certificate of interest or participation in any of the foregoing) หนังสือสำคัญชั่วคราวหรือเฉพาะกาลในสิ่งที่กล่าวมาข้างต้น (receipt for any of the foregoing) หลักประกันของสิ่งที่กล่าวมาข้างต้น (guaranty of any of the foregoing) หรือใบสำคัญแสดงสิทธิหรือสิทธิใน การจองซื้อหรือในการซื้อสิ่งที่กล่าวมาข้างต้น (warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing)

ในประเด็นของข้อมูลที่ออกหรือเผยแพร่ผ่าน
ผลวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้น ในหนังสือตอบข้อหารือ (No-action
correspondence) ไม่ว่าจะ เป็นข้อมูลเกี่ยวกับภาวะตลาด ข้อมูลเกี่ยวกับภาคอุตสาหกรรม หรือข้อมูล
อื่นใดในลักษณะเดียวกัน เจ้าหน้าที่ SEC มีความเห็นเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าวว่า การออกหรือ
เผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวจะไม่ถือว่าเป็นการออกหรือเผยแพร่ผลวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับ
หลักทรัพย์ตามความหมายในมาตรา 202 (a) (11) ถ้าปรากฏว่า

- ข้อมูลนั้นสามารถกระจายไปสู่สาธารณชนภายใน
มลรัฐที่มีการออกหรือเผยแพร่ข้อมูลสามารถรับทราบข้อมูลดังกล่าวได้ในทันที

- ข้อมูลนั้นไม่ก่อให้เกิดทางเลือกในการลงทุน

มากนัก

- ข้อมูลนั้นไม่ได้มีส่วนในการเสนอแนะให้บุคคลอื่น
ตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ ถือหลักทรัพย์ หรือขายหลักทรัพย์ใดๆ⁷

แต่หากข้อมูลที่ออกหรือเผยแพร่ นั้นอาจทำให้ธุรกิจ
ใดๆ ถูกคาดการณ์ว่าจะมีเงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้นในอนาคต เจ้าหน้าที่ SEC ได้ให้ความเห็นใน
หนังสือตอบข้อหารือว่า บุคคลใดๆ จะออกหรือเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวมิได้ เว้นแต่จะได้จดทะเบียน
เป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามที่กฎหมายกำหนด⁸

นอกจากนี้เจ้าหน้าที่ SEC ยังได้ให้ความเห็นว่า
หากบุคคลใดๆ ดำเนินธุรกิจเป็นทางค้าปกติ ให้คำแนะนำหรือออกรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์ทั่วไป
โดยไม่เฉพาะเจาะจงต่อหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่ง หรือให้คำแนะนำหรือออกรายงานเกี่ยวกับคุณค่า
ของการลงทุนในหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับการลงทุนในรูปแบบอื่นๆ อาจถูกพิจารณาว่าเป็นบุคคล
ที่เข้าข่ายเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามความหมายของ IAA และต้องจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษา
การลงทุนกับ SEC ดังนั้น ในกรณีของที่ปรึกษาทางการเงิน (financial planners) ซึ่งดำเนินธุรกิจ
เกี่ยวกับการให้บริการทางการเงินแก่ลูกค้าอย่างครบวงจร หากที่ปรึกษาทางการเงินให้คำแนะนำ

⁷ Charles Street Securities (avail. Jan.28, 1987) พิจารณาประกอบกับ Investex Investment Exchange
Inc. (avail. Apr.9, 1990); Noload Mutual Fund Association, Inc. (avail. Dec. 31, 1984); Recharh Daniels (avail.
Dec.19, 1984).

⁸ J.D. Manning, Inc. (avail. Jan.21, 1986) พิจารณาประกอบกับ Butcher & Singer Inc. (avail. Jan.2,
1987).

เกี่ยวกับการจัดสรรทรัพย์สินเพื่อการลงทุนในรูปแบบต่างๆ ครอบคลุมไปถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงินดังกล่าวจะต้องจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนด้วย⁹ สำหรับกรณีที่บุคคลใดได้รับคำตอบแทนจากลูกค้าโดยกล่าวอ้างว่าตนเองเป็นที่ปรึกษาการลงทุนซึ่งได้จดทะเบียนกับ SEC แล้ว บุคคลนั้นจะต้องดำเนินการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตาม IAA ด้วย เว้นแต่จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลและควบคุมของที่ปรึกษาการลงทุนจดทะเบียนแล้ว¹⁰

(2) การให้คำแนะนำดังกล่าวเป็นการดำเนินการในเชิงพาณิชย์

(Engaging in a business)

บุคคลใดดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์อันเป็นการดำเนินการในเชิงพาณิชย์หรือไม่นั้น นอกจากจะพิจารณาจากความถี่และความสม่ำเสมอในการให้คำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์แล้วจะต้องพิจารณาจากพฤติกรรมการให้คำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ดังนั้น ไม่ว่าจะการให้คำแนะนำดังกล่าวจะเป็นการดำเนินธุรกิจหลักของผู้ให้คำแนะนำ หรือเป็นเพียงส่วนหนึ่งของการดำเนินธุรกิจของผู้ให้คำแนะนำก็ตาม หากพิจารณาได้ความว่ามีการดำเนินกิจกรรมเป็นไปตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้ บุคคลดังกล่าวอาจถูกพิจารณาว่าเป็นผู้ประกอบการธุรกิจให้คำแนะนำเกี่ยวกับหลักทรัพย์ในเชิงพาณิชย์

- บุคคลนั้นได้ประกาศตนแก่สาธารณชนว่าตนเองเป็นที่ปรึกษาการลงทุน หรือเป็นผู้จัดให้คำแนะนำการลงทุน
- ได้รับส่วนแบ่งหรือได้รับคำตอบแทนเป็นพิเศษสำหรับการให้บริการคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ว่าการคิดคำตอบแทนจะเป็นการคิดแยกต่างหาก หรือคิดรวมกับคำตอบแทนในการให้บริการทั้งหมดรวมถึงการให้คำแนะนำเกี่ยวกับหลักทรัพย์ด้วย

⁹ SEC Release No. IA-1092 (Oct. 8, 1987), citing Richard K. May (avail. Dec. 11, 1979) พิจารณาประกอบกับ Hayes Martin (avail. Feb. 15, 1980) และ Pauline Wang (avail. Mar. 21, 1980).

¹⁰ Rhodes, King, Ruman & Farber (avail. Nov. 2, 1972) พิจารณาประกอบกับ SEC Release No. IA-1092 (Oct. 8, 1987).

- คำแนะนำได้ระบุถึงหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่งเป็นการเฉพาะเจาะจงโดยมีการจัดให้คำแนะนำอย่างสม่ำเสมอและเป็นทางค้าปกติ¹¹

(3) ได้รับความตอบแทนจากการให้คำแนะนำ (Receiving compensation)

ค่าตอบแทนที่ผู้ให้คำแนะนำได้รับซึ่งจะทำให้เข้าหลักเกณฑ์การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน เจ้าหน้าที่ SEC ถือเป็นแนวปฏิบัติว่าให้หมายรวมถึง การได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐศาสตร์จากการให้คำแนะนำเกี่ยวกับหลักทรัพย์ไม่ว่าจะอยู่ในรูปแบบใด เช่น ค่าที่ปรึกษา ค่าโฆษณาในสิ่งตีพิมพ์ที่มีการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์¹² ค่าโฆษณาที่ได้รับจากการจัดรายการทางวิทยุกระจายเสียงโดยมีการให้คำแนะนำการลงทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์ หรือมีการวิเคราะห์ธุรกิจบางธุรกิจเป็นการเฉพาะในรายการดังกล่าว¹³ หรือไม่ว่าจะได้รับค่าตอบแทนจากผู้ให้คำแนะนำโดยตรงหรือได้รับจากบุคคลอื่นซึ่งมิใช่ผู้ให้คำแนะนำโดยตรง เช่น ค่าตอบแทนที่ได้รับจากนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ผู้ให้คำแนะนำแนะนำแก่ลูกค้าให้ทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ผ่าน (directed brokerage) เป็นต้น ถ้าค่าตอบแทนหรือประโยชน์อื่นใดที่ผู้ให้คำแนะนำได้รับสัมพันธ์กับการให้บริการแนะนำการลงทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์

2.2) ข้อยกเว้นไม่ถือว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

IAA ได้มีการกำหนดข้อยกเว้นมิให้คำนิยาม “ที่ปรึกษาการลงทุน” หมายความว่าบุคคลบางจำพวกที่กำหนดอยู่ในรายการยกเว้นแม้จะมีการดำเนินการที่เข้าหลักเกณฑ์การเป็นที่ปรึกษาการลงทุนก็ตาม ทั้งนี้ บุคคลที่ได้รับการยกเว้นไม่เป็นที่ปรึกษาการลงทุนย่อมไม่อยู่ภายในบังคับของบทบัญญัติ IAA อย่างไรก็ตามบุคคลดังกล่าวยังคงต้องอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายหลักทรัพย์และหลักกฎหมาย Common Law เกี่ยวกับการเป็น

¹¹ SEC Release No. IA-1092 (Oct.8, 1987).

¹² No-action letter ที่ออกให้แก่ Medical Economics, Inc. publicly available September 13, 1971.

¹³ No-action letter ที่ออกให้แก่ Edward A. Viner & Co., Inc., 1971-1972 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) หน้า 78, 381 (avail. Sept.4, 1971).

ผู้ดูแลผลประโยชน์ให้แก่บุคคลอื่นในมลรัฐที่ตนมีถิ่นที่อยู่ บุคคลที่ได้รับยกเว้นไม่ถือว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามคำนิยาม ได้แก่¹⁴

(1) ธนาคารหรือบริษัทผู้ถือหุ้นในกิจการธนาคาร (bank or bank holding company) ตามคำจำกัดความของ Bank Holding Company Act of 1965 ซึ่งไม่ใช่บริษัทจัดการกองทุนรวม ทั้งนี้ ไม่รวมถึงธนาคารต่างประเทศที่ไม่มีสัญชาติอเมริกา อย่างไรก็ตาม หากเป็นธนาคารในเครือหรือเป็นสาขาของธนาคารต่างประเทศย่อมได้รับประโยชน์จากข้อยกเว้นดังกล่าว

(2) นักกฎหมาย นักบัญชี วิศวกร หรือครู โดยคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้เพียงส่วนที่เกี่ยวข้องกับการให้บริการทางวิชาชีพของตนเท่านั้น

(3) นายหน้าหรือผู้ค้าหลักทรัพย์ โดยคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้เพียงส่วนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินกิจการของตนและตนมิได้รับค่าตอบแทนเป็นพิเศษจากการให้คำแนะนำนั้น

(4) ผู้พิมพ์โฆษณาของหนังสือพิมพ์ นิตยสาร หรือสิ่งพิมพ์ทางธุรกิจ หรือการเงินในทางสุจริตที่เผยแพร่เป็นการทั่วไปและอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งตามข้อยกเว้นนี้มีคำพิพากษาของศาลสูงสหรัฐอเมริกาวินิจฉัยว่า ผู้พิมพ์โฆษณาจดหมายข่าวเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ในทางสุจริตและได้เผยแพร่เป็นการทั่วไปและอย่างสม่ำเสมอ โดยคำแนะนำที่ให้เพียงการให้ความเห็นหรือการวิเคราะห์ต่างๆ ไปไม่มีเรื่องของผลประโยชน์เข้ามาเกี่ยวข้องและมิได้ให้การส่งเสริมหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งเป็นการเฉพาะ หรือมีการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ตอบสนองต่อความต้องการของบุคคลใดบุคคลหนึ่งเป็นการเฉพาะ (Impersonalized investment advice) ย่อมได้รับประโยชน์จากข้อยกเว้นนี้ด้วย¹⁵ อย่างไรก็ตาม เจ้าหน้าที่ของ SEC ได้ให้ความเห็นว่า ถ้าสิ่งพิมพ์ที่ได้เผยแพร่เป็นการทั่วไปและอย่างสม่ำเสมอนี้ ถูกนำไปใช้เพื่อจูงใจลูกค้าหรือเพื่อเป็นการให้ผลประโยชน์ตอบแทนแก่ลูกค้า (“tout” or “tip” sheet) อาจถือว่าเป็นการกระทำที่ไม่สุจริตและผู้พิมพ์โฆษณาจะต้องตกอยู่ภายในบังคับของบทบัญญัติในเรื่องการป้องกันการฉ้อฉลของ IAA¹⁶

¹⁴ Section 202 (11) of Investment Advisers Act of 1940.

¹⁵ Lowe et al. v. SEC, 472 U.S. 181 (1985).

¹⁶ David Ferber, The Narrow Holding of the Lowe Case, 19 REV. SEC. & COMM. REG.29 (1986).

(5) บุคคลใดๆ ซึ่งให้คำแนะนำ หรือออก หรือเผยแพร่ ผลวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์เฉพาะหลักทรัพย์ของรัฐบาลสหรัฐ หรือหลักทรัพย์ ซึ่งมีการค้าประกันโดยอ้อมโดยรัฐบาลสหรัฐ

(6) บุคคลอื่นๆ ตามที่ SEC ประกาศกำหนด เมื่อพิจารณาเห็นว่า บุคคลดังกล่าวมิใช่ผู้ที่อยู่ในเจตนารมณ์ของ IAA ที่จะควบคุม

2.3) ข้อยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

บุคคลใดได้ดำเนินการเข้าตามหลักเกณฑ์การเป็นที่ปรึกษาการลงทุนและไม่ได้รับการยกเว้นจากการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องดำเนินการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อ SEC¹⁷ เว้นแต่บุคคลดังกล่าวจะได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 203 (b) หรือ 203A อย่างไรก็ตามบุคคลที่ได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนอาจขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนได้ เว้นแต่บุคคลดังกล่าวจะเป็นที่ปรึกษาการลงทุนที่เข้าหลักเกณฑ์ตามมาตรา 203A ซึ่งตามกฎหมายที่แก้ไขเพิ่มเติมปี ค.ศ. 1996 กำหนดห้ามมิให้ SEC รับจดทะเบียนบุคคลดังกล่าวเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตาม IAA โดยบุคคลดังกล่าวจะต้องไปจดทะเบียนหรือรับใบอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของมลรัฐที่ตนประกอบกิจการ อนึ่ง แม้ที่ปรึกษาการลงทุนจะได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนตามมาตรา 203 (b) หรือ 203A แต่ที่ปรึกษาการลงทุนดังกล่าวยังคงต้องอยู่ภายในบังคับของบทบัญญัติ IAA อยู่ อาทิเช่น มาตรา 206 ซึ่งเป็นบทบัญญัติเกี่ยวกับการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อฉล (anti-fraud provisions) ของที่ปรึกษาการลงทุนอยู่

สำหรับบุคคลที่ได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนมีดังต่อไปนี้

(1) ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีลูกค้าทั้งหมดเป็นผู้มีถิ่นที่อยู่ในมลรัฐที่สำนักงานใหญ่และสถานประกอบการของที่ปรึกษาการลงทุนตั้งอยู่ และไม่ได้ให้คำแนะนำหรือออกผลวิเคราะห์หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งชาติ (interstate exemption)

¹⁷ Section 203(a) of Investment Advisers Act of 1940.

(2) ที่ปรึกษาการลงทุนที่ให้คำแนะนำแก่บริษัทประกันภัย
เท่านั้น

(3) ที่ปรึกษาการลงทุนรายย่อย (private investment advisers) ได้แก่ ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีจำนวนลูกค้าน้อยกว่า 15 รายในระยะเวลา 12 เดือนที่ล่วงมา โดยลูกค้าจะต้องไม่ใช่บริษัทจัดการกองทุนรวม (investment company) หรือบริษัทพัฒนาธุรกิจ (business development company) ที่จดทะเบียนภายใต้ Investment Company Act และไม่ได้ประกาศต่อสาธารณชนว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุน ทั้งนี้ ข้อยกเว้นดังกล่าวจะถูกเรียกว่า “de minimis” exemption*

(4) ที่ปรึกษาการลงทุนที่เป็นองค์กรการกุศลและให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์เฉพาะแก่องค์กรการกุศลเท่านั้น

(5) ที่ปรึกษาการลงทุนที่อยู่ภายใต้การกำกับของมลรัฐ ซึ่งมีมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การจัดการน้อยกว่า 25 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือน้อยกว่าอัตราที่ SEC ประกาศกำหนดตามที่เห็นสมควร ทั้งนี้ สินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการ ได้แก่ หลักทรัพย์ใดๆ ในบัญชีลงทุนของลูกค้าซึ่งที่ปรึกษาการลงทุนให้การดูแลหรือให้บริการจัดการลงทุน แต่ไม่หมายรวมถึงตราสารอนุพันธ์ที่อยู่ภายใต้บังคับของ Commodity Exchange Act of 1974 อสังหาริมทรัพย์ หรือสินทรัพย์อื่นที่ไม่ใช่หลักทรัพย์

3) การจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

ที่ปรึกษาการลงทุนที่ไม่ได้รับยกเว้นจากการจดทะเบียนจะต้องดำเนินการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต่อ SEC ซึ่งการจดทะเบียนภายใต้ IAA มาตรา 203 (c) มีกระบวนการที่ง่ายเพียงผู้ที่ประสงค์จะจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนต้องกรอกแบบคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน (Form ADV) ให้ครบถ้วนสมบูรณ์และยื่นแบบคำขอดังกล่าว

* เป็นข้อยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนที่สำคัญที่สุดข้อหนึ่งตามที่ได้กำหนดไว้ใน Investment Advisers Act of 1940 ซึ่งใช้บังคับแก่ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีลักษณะเป็นไปตามเงื่อนไขดังนี้ (1) มีจำนวนลูกค้าน้อยกว่า 15 ราย (โดยลูกค้าจะต้องไม่ใช่บริษัทจัดการกองทุนรวมหรือบริษัทพัฒนาธุรกิจซึ่งจดทะเบียนภายใต้ Investment Company Act) ในช่วงระยะเวลา 12 เดือนที่ล่วงมาและ (2) ไม่ได้แสดงตนต่อสาธารณชนโดยทั่วไปว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุน เช่น การใช้คำว่า “Investment Adviser” หรือ “Investment Counselor” ในนามบัตรที่ใช้สำหรับการติดต่อธุรกิจหรือทางโทรศัพท์ เป็นต้น

ต่อ SEC โดยผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนไม่ต้องเสียค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนแต่อย่างใด* นอกจากนี้ในเรื่องของคุณสมบัติของผู้ที่จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนนั้น IAA มิได้กำหนดคุณสมบัติของผู้ที่จะจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนไว้เป็นการเฉพาะไม่ว่าจะเป็นเรื่องฐานะทางการเงิน ประวัติการศึกษา ความรู้ความสามารถ หรือประสบการณ์ในธุรกิจที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ และไม่ต้องผ่านการอบรมหรือทดสอบความรู้เกี่ยวกับการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน ทั้งนี้ ให้เป็นดุลพินิจของผู้ที่จะเป็นลูกค้าของที่ปรึกษาการลงทุนในการเลือกสรรที่ปรึกษาการลงทุนภายใต้ข้อมูลที่ที่ปรึกษาการลงทุนเปิดเผยในแบบคำขอภายใต้หลัก Brochure Rule** อย่างไรก็ตามเจ้าหน้าที่ของ SEC มีความเห็นว่า การที่บุคคลใดแสดงตนว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุนย่อมหมายความว่าบุคคลนั้นให้คำยืนยันว่าตนมีภูมิหลังทางด้านการศึกษา ประสบการณ์เพียงพอที่จะดำเนินธุรกิจให้คำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ดี ดังนั้น หากบุคคลดังกล่าวขาดความรู้หรือประสบการณ์ดังกล่าว อาจถือว่าได้กระทำความผิดต่อบทบัญญัติเกี่ยวกับการป้องกันการฉ้อฉลของ IAA สำหรับผู้ยื่นคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนนั้นอาจเป็นบุคคลธรรมดาหรือนิติบุคคลก็ได้ และเมื่อผู้ประกอบการได้จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนแล้ว บุคคลที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของผู้ประกอบการดังกล่าวยอมให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ภายใต้กิจการของผู้ที่จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนได้โดยไม่จำเป็นต้องจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนอีกต่างหาก ทั้งนี้ ในการกรอกแบบคำขอนั้นข้อความที่กรอกจะต้องถูกต้องตรงต่อความเป็นจริง หากผู้ใดแสดงข้อความอันเป็นเท็จในแบบคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนย่อมถือว่ามีเจตนากระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนต่อ IAA¹⁸ ต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 10,000 เหรียญสหรัฐ หรือระวางโทษจำคุกไม่เกิน 5 ปี หรือทั้งจำทั้งปรับ¹⁹

สำหรับแบบคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน (Form ADV) นั้นแบ่งออกเป็น 2 ส่วนด้วยกัน คือ

* เดิมผู้ยื่นคำขอจะต้องเสียค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน 150 เหรียญสหรัฐ แต่หลังจากที่มีการแก้ไข IAA ในปี ค.ศ. 1996 แล้ว SEC ได้ยกเลิกการเก็บค่าธรรมเนียมดังกล่าว

** ปรัชญาพื้นฐานของ Investment Advisers Act คือ การเปิดเผยสารสนเทศโดยผ่านแบบคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน (Form ADV) และหลัก Brochure Rule ซึ่งกำหนดรายละเอียดเกี่ยวกับลักษณะของข้อมูลที่ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องเปิดเผยให้แก่ลูกค้า หรือผู้ที่คาดว่าจะ被客户การลงทุนทราบก่อนที่จะเข้าทำสัญญาที่ปรึกษาการลงทุนไม่น้อยกว่าระยะเวลาที่กฎหมายกำหนด

¹⁸ Section 207 of Investment Advisers Act of 1940.

¹⁹ Section 217 of Investment Advisers Act of 1940.

- ส่วนที่ 1 (Part I) เป็นส่วนที่กำหนดให้ผู้จดทะเบียนแจกแจง ข้อมูลส่วนตัวของผู้จดทะเบียน อาทิเช่น ชื่อที่ใช้ในการประกอบการ สถานที่ตั้งของ สถานประกอบการ มลรัฐที่ที่ปรึกษาการลงทุนจดทะเบียนจัดตั้ง การเงินของผู้จดทะเบียน ประวัติทางวินัยหรือความผิดทางอาญาของผู้จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน และข้อมูลอื่นๆ อาทิเช่น การรับดูแลผลประโยชน์ในเงินทุนและหลักทรัพย์ของลูกค้า จำนวนและขนาดของลูกค้า ทั้งส่วนที่ที่ปรึกษาการลงทุนมีอำนาจจัดการลงทุนให้และที่ไม่มีอำนาจจัดการลงทุนให้ บุคคลหรือ สิ่งใดก็ตามที่มีอิทธิพลต่อการควบคุมด้านนโยบายของผู้จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุน ผู้ที่ถือหุ้นในบริษัทที่ปรึกษาการลงทุนรวมกันมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิ ออกเสียงทั้งหมดของบริษัทที่ปรึกษาการลงทุน

- ส่วนที่ 2 (Part II) เป็นส่วนที่กำหนดให้ผู้จดทะเบียนแจกแจง ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งที่ปรึกษาการลงทุนต้อง เปิดเผยให้แก่ผู้ที่จะเป็นลูกค้าทราบ อย่างไรก็ตามข้อมูลที่ผู้จดทะเบียนเปิดเผยนี้ SEC มิได้ให้ การรับรองหรือยืนยันว่าถูกต้องแต่อย่างใด ข้อมูลที่ผู้จดทะเบียนต้องเปิดเผยในส่วนที่ 2 อาทิเช่น รายละเอียดของบริการที่ให้โดยระบุถึงสัดส่วนรายได้ของบริการแต่ละประเภทที่ให้ ประเภทของ ลูกค้าที่ให้คำแนะนำการลงทุน ประเภทของการลงทุนที่ที่ปรึกษาการลงทุนให้คำแนะนำ วิธีการ วิเคราะห์หลักทรัพย์ (เช่น วิเคราะห์โดยการพิจารณาปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental) หรือปัจจัยทาง เทคนิค (Technical) เป็นต้น) แหล่งข้อมูลและกลยุทธ์ในการลงทุน ประวัติการศึกษาและ ประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจของที่ปรึกษาการลงทุน การประกอบธุรกิจอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์ กับการให้คำแนะนำการลงทุน ความสัมพันธ์ระหว่างที่ปรึกษาการลงทุนกับผู้ประกอบการอื่น ในธุรกิจหลักทรัพย์ การมีส่วนร่วมหรือส่วนได้เสียในธุรกรรมของลูกค้า อำนาจของที่ปรึกษา การลงทุนในการทำนิติกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์แทนลูกค้า บัญชีของที่ปรึกษาการลงทุน วิธีการคิด ค่าบริการ (เช่น เรียกค่าบริการเป็นอัตราร้อยละของสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการหรือคิดค่าบริการ เป็นรายชั่วโมง หรือเป็นอัตราคงที่)

- เอกสารแนบท้ายแบบคำขอ (Schedule to Form ADV) เป็น เอกสารประกอบสารสนเทศที่ปรากฏในส่วนที่ 1 และ 2 ของแบบคำขอ

ในการพิจารณาคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนนั้น SEC ต้องดำเนินการตรวจสอบคุณสมบัติและให้ความเห็นว่าสมควรรับหรือปฏิเสธการจดทะเบียนให้ แล้วเสร็จภายใน 45 วันนับแต่วันยื่นคำขอจดทะเบียน ในกรณี SEC เห็นว่าผู้ยื่นคำขอมีลักษณะหรือ ข้อเท็จจริงที่แม้จะได้จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนแล้ว SEC อาจสั่งระงับการดำเนินการ

เป็นการชั่วคราว (suspension) หรือสั่งเพิกถอนการจดทะเบียนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนของบุคคลดังกล่าว SEC อาจปฏิเสธไม่รับจดทะเบียนให้เป็นที่ปรึกษาการลงทุน หรืออาจแจ้งเป็นหนังสือให้ผู้ขออนุญาตมาชี้แจงเพิ่มเติมหรือยื่นเอกสารเพิ่มเติมได้ตามที่เห็นสมควร โดยต้องสรุปตอบอนุมัติหรือปฏิเสธภายใน 120 วัน และอาจขยายได้อีก 90 วันถ้ามีเหตุจำเป็น²⁰ ทั้งนี้ เหตุที่ SEC อาจสั่งระงับการดำเนินกิจการเป็นการชั่วคราวหรือสั่งเพิกถอนการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนได้แก่²¹

(1) แสดงข้อความอันเป็นเท็จ หรือบิดเบือนในข้อความจริงอันสำคัญ หรือปกปิดข้อความจริงอันสำคัญที่พึงแจ้งในแบบคำขอตระเตรียมเป็นที่ปรึกษาการลงทุนหรือในรายงานอื่นใดตามที่ SEC กำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนยื่นต่อ SEC

(2) ถูกพิพากษาว่ากระทำความผิดทางอาญาอันเกี่ยวกับหลักทรัพย์ภายในรอบระยะเวลา 10 ปีก่อนยื่นแบบคำขอตระเตรียม หรือในเวลาใดๆ หลังจากยื่นคำขอตระเตรียมแล้ว

(3) ถูกสั่งห้ามมิให้ดำเนินกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์บางประเภท เช่น การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ การเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ การเป็นผู้ค้าหลักทรัพย์ เป็นต้น

(4) ผ่าฝืนบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์ต่างๆ ของรัฐบาลกลาง เช่น Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, Investment Company Act of 1940 เป็นต้น หรือถูกระเบียบ ข้อบังคับใดๆ ที่ประกาศกำหนด โดยอาศัยอำนาจตามบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์ดังกล่าว

(5) จงใจให้ความช่วยเหลือ หรือสนับสนุนให้บุคคลอื่นกระทำการใดๆ อันเป็นการฝ่าฝืนบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์ต่างๆ ของรัฐบาลกลาง หรือไม่กำกับดูแลบุคคลอื่นตามสมควรเพื่อป้องกันมิให้กระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์ต่างๆ ของรัฐบาลกลาง

(6) SEC มีคำสั่งห้ามไม่ให้เข้าไปเกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์

²⁰ Section 203 (c) (2) of Investment Advisers Act of 1940.

²¹ Section 203 (e) of Investment Advisers Act of 1940.

(7) หน่วยงานของรัฐบาลต่างประเทศพบว่าข้อมูลในคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนหรือในรายงานที่ยื่นไว้เป็นเท็จ หรือบิดเบือนในข้อความจริง อันเป็นสาระสำคัญ หรือปกปิดข้อความจริงอันสำคัญที่พึงแจ้ง หรือมีการกระทำอันเป็นการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติแห่งกฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลต่างประเทศนั้น หรือจงใจให้ความช่วยเหลือหรือสนับสนุนบุคคลอื่นกระทำการใดๆ อันเป็นการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลต่างประเทศ หรือไม่กำกับบุคคลอื่นมิให้กระทำการฝ่าฝืนกฎหมายหลักทรัพย์ของรัฐบาลต่างประเทศ

4) สิทธิและหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุน

4.1) หน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุน

(1) การปฏิบัติตามบทบัญญัติของ IAA

บุคคลที่จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามมาตรา 203 (a) หรือที่ปรึกษาการลงทุนที่ได้รับยกเว้นจากการจดทะเบียนตามมาตรา 203 (b) จะต้องดำเนินการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนให้เป็นไปตามข้อกำหนดในบทบัญญัติแห่ง IAA และต้องอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายอื่นๆ อาทิเช่น Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 และ Investment Company Act of 1940 ทั้งนี้ หากมีการปฏิบัติฝ่าฝืนกฎหมายและข้อกำหนดเกี่ยวกับการเผยแพร่หรือให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว SEC มีอำนาจเข้าดำเนินการกับที่ปรึกษาการลงทุนตั้งแต่การชักชวนจนไปถึงการเพิกถอนการจดทะเบียนและอาจกำหนดโทษปรับทางแพ่ง (civil penalty) แก่ผู้กระทำความผิด นอกจากนี้ผู้กระทำความผิดอาจต้องรับผิดทางอาญาอีกด้วย

(2) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับที่ปรึกษาการลงทุนให้แก่ผู้รับบริการที่ปรึกษาการลงทุน

ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องเปิดเผยข้อมูลใดๆ เกี่ยวกับตนให้แก่ลูกค้าหรือผู้รับบริการหรือผู้ที่รับบริการทราบในเรื่องต่างๆ ก่อนเข้าทำสัญญาตามข้อกำหนดที่เรียกว่า Brochure Rule ทั้งนี้ ข้อมูลที่ที่ปรึกษาการลงทุนต้องเปิดเผยแก่ลูกค้าเป็นการล่วงหน้าจะต้องมีข้อมูลดังที่ปรากฏอยู่ในแบบคำขอจดทะเบียนส่วนที่ 2 (Part II of Form ADV) เป็นอย่างน้อยโดยจะต้องเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวแก่ลูกค้าหรือผู้รับบริการหรือผู้ที่รับบริการเป็นการล่วงหน้าด้วยระยะเวลาไม่น้อยกว่า 48 ชั่วโมงก่อนที่จะมีการทำสัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุนหรือมีการต่ออายุของสัญญาที่ปรึกษาการลงทุน หรือมีการทำสัญญาที่ปรึกษาการลงทุนฉบับใหม่ไม่ว่าด้วยวาจาหรือเป็นลายลักษณ์อักษรก็ตาม เว้นแต่ในกรณีที่ลูกค้ามีสิทธิบอกเลิกสัญญา

โดยไม่ต้องเสียค่าปรับภายในระยะเวลา 5 วันนับแต่วันที่คู่สัญญาตกลงทำสัญญาที่ปรึกษาการลงทุนที่ปรึกษาการลงทุนอาจเปิดเผยข้อมูลอย่างช้าในเวลาที่เข้าทำสัญญา²² อย่างไรก็ตามที่ปรึกษาการลงทุนไม่จำเป็นต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับตนตามหลัก Brochure Rule หากเป็นการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนแก่บริษัทจัดการกองทุนรวมทั้งจดทะเบียนภายใต้ Investment Company Act²³ หนึ่ง หน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับที่ปรึกษาการลงทุนจะใช้บังคับแก่การดำเนินกิจการใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำการลงทุนแก่ลูกค้า แม้ว่าการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนจะเป็นเพียงส่วนหนึ่งของบริการรวมที่ให้โดยผู้ประกอบการอื่นในธุรกิจหลักทรัพย์โดยมีการเรียกค่าตอบแทนก็ตาม นอกจากการเปิดเผยข้อมูลก่อนเข้าทำสัญญาแต่งตั้งที่ปรึกษาการลงทุนแล้วที่ปรึกษาการลงทุนยังต้องเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวแก่ลูกค้าด้วยการจัดส่งเอกสารหรือเสนอที่จะจัดส่งเอกสารแสดงข้อมูลที่เกี่ยวข้องเป็นประจำทุกปีด้วย รวมถึงในกรณีที่ลูกค้าร้องขอเป็นลายลักษณ์อักษร ที่ปรึกษาการลงทุนต้องจัดส่งข้อมูลเกี่ยวกับตนแก่ลูกค้าภายในระยะเวลา 7 วันนับแต่วันที่ได้รับการร้องขอเป็นลายลักษณ์อักษร²⁴

(3) การให้คำแนะนำการลงทุนด้วยความซื่อสัตย์สุจริตยิ่ง

(Fiduciary Duty)

ภายใต้หลักการของหน้าที่สุจริตยิ่งของที่ปรึกษาการลงทุนนั้น ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริตยิ่งเพื่อรักษาผลประโยชน์ของลูกค้าและจะต้องเปิดเผยข้อเท็จจริงที่อาจส่งผลกระทบต่อ การปฏิบัติหน้าที่ด้วยความสุจริตยิ่งของที่ปรึกษาการลงทุนทั้งหมดอย่างครบถ้วนและเป็นธรรม โดยเฉพาะอย่างยิ่งข้อเท็จจริงที่แสดงให้เห็นว่าผลประโยชน์ของที่ปรึกษาการลงทุนขัดกับผลประโยชน์ของลูกค้า ทั้งนี้ การกำหนดหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุนว่าต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างสุจริตยิ่งมีที่มาจากคำพิพากษาของศาลสูงในคดี Securities and Exchange Commission V. Capital Gains Research Inc. ปี ค.ศ. 1963²⁵ ในคดีนี้จำเลยซึ่งเป็นที่ปรึกษาการลงทุนได้ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยกับที่จะแนะนำลูกค้าให้ลงทุนระยะยาวไว้ล่วงหน้าก่อนที่จะมีการตีพิมพ์คำแนะนำดังกล่าวโดยเล็งเห็นว่าเมื่อตนได้ตีพิมพ์คำแนะนำดังกล่าวแล้วราคาและปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ดังกล่าวก็ได้ปรับตัวสูงขึ้นตาม

²² Rule 204-3 under the Adviser Act.

²³ Rule 204-3 (b) (2) under the Adviser Act.

²⁴ Rule 204-3 (c) (4) under the Adviser Act.

²⁵ 375 U.S. 180 (1963)

ที่จำเลยได้คาดการณ์ไว้ จำเลยจึงได้ขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเพื่อทำกำไรในระยะสั้นโดยไม่เปิดเผยข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าวให้แก่ลูกค้าทราบ ศาลสูงของสหรัฐอเมริกาได้วินิจฉัยว่าการที่จำเลยละเว้นไม่เปิดเผย ความประสงค์ของตนให้แก่ลูกค้าหรือผู้ที่จะเป็นลูกค้าทราบ ในกรณีที่ดินจะใช้ประโยชน์จากการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อประโยชน์ส่วนตัว หรือที่เรียกกันว่า Scalping นั้นถือว่าเป็นการฉ้อฉลหรือฉ้อโกงต่อลูกค้า หรือผู้ที่จะเป็นลูกค้าในอนาคตของที่ปรึกษาการลงทุนตามมาตรา 206 ของ IAA ทั้งนี้ ศาลสูงสุดของสหรัฐอเมริกาได้อธิบายว่า “มาตรฐานของจริยธรรมทางธุรกิจที่กำหนดไว้สูงโดยกฎหมายหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกานั้นไม่เปิดโอกาสให้ที่ปรึกษาการลงทุนแสวงหาประโยชน์ด้วยการซื้อขายหลักทรัพย์บนความเปลี่ยนแปลงของราคาในหลักทรัพย์อันเป็นผลมาจากคำแนะนำของตนโดยที่ตนมิได้เปิดเผยถึงส่วนได้เสียของตนจากการให้คำแนะนำการลงทุนให้แก่ลูกค้าอย่างครบถ้วนและเป็นธรรม”²⁶ อนึ่ง SEC ได้แสดงความเห็นเกี่ยวกับหลักการของหน้าที่ซึ่งสำคัญสุดอย่างยิ่งของที่ปรึกษาการลงทุนว่าครอบคลุมถึงหน้าที่ดังต่อไปนี้

- หน้าที่ที่จะต้องใช้หลักความสมเหตุสมผลและความเป็นอิสระในการให้คำแนะนำการลงทุน
- หน้าที่ที่จะซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในราคาที่ดีที่สุดให้แก่ลูกค้าโดยเฉพาะอย่างยิ่งหากที่ปรึกษาการลงทุนอยู่ในฐานะที่จะกำกับธุรกรรมซื้อขายผ่านนายหน้าได้
- หน้าที่ที่จะต้องสร้างความแน่ใจว่าคำแนะนำการลงทุนของตนมีความเหมาะสมตามเป้าหมายและความต้องการของลูกค้าภายใต้สถานการณ์ที่เป็นอยู่
- หน้าที่ที่จะละเว้นจากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ซึ่งไม่สอดคล้องกับส่วนได้เสียของลูกค้า
- หน้าที่ที่จะต้องภักดี (loyal) ต่อลูกค้า

(4) การจัดทำและเก็บรักษาบัญชีและรายงานที่เกี่ยวข้องกับการประกอบกิจการที่ปรึกษาการลงทุน

ที่ปรึกษาการลงทุนมีหน้าที่ต้องจัดทำและเก็บรักษาบัญชีและรายงานที่เกี่ยวข้องกับการประกอบกิจการที่ปรึกษาการลงทุนของตนตามที่กำหนดไว้ในมาตรา

²⁶ David L. Ratner, Securities Regulation, Third Edition, West Publishing Co., pp. 769-775.

204 ของ IAA และข้อบังคับที่ 204-2 ให้ถูกต้องครบถ้วนและเป็นปัจจุบันอยู่เสมอ ทั้งนี้ รายงานและบัญชีที่ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดทำและเก็บรักษานั้นอาจแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่

1. บัญชีและรายงานที่เกี่ยวข้องกับฐานะทางการเงินของที่ปรึกษาการลงทุนอัน ได้แก่ บัญชีรายวัน บัญชีแยกประเภท บัญชีที่บันทึกรายการสินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น เงินสำรองต่างๆ และรายได้ รายจ่ายต่างๆ ของกิจการ (รวมถึงบททดลอง แสดงยอดลูกหนี้และเจ้าหนี้ในสมุดบัญชีแยกประเภทและกระดาษทำการของผู้ตรวจสอบภายใน) สมุดเช็ค รายงานแสดงสถานะการเงินในบัญชีธนาคาร รายการเช็คที่ถูกยกเลิก และอื่นๆ ที่มีลักษณะเช่นเดียวกัน

2. รายงานที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการคุ้มครองของที่ปรึกษาการลงทุนซึ่งที่ปรึกษาการลงทุนได้เข้าดำเนินการให้แก่ลูกค้าเพื่อเป็นการแสดงถึงลักษณะของความซื่อสัตย์สุจริตยิ่งในการดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์ (fiduciary nature of investment advisers business) ทั้งนี้ รายงานที่ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดทำและเก็บรักษา ได้แก่

- บันทึกการสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่ที่ปรึกษาการลงทุนได้สั่งซื้อหรือขายในแต่ละรายการ รวมถึงคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่ที่ปรึกษาการลงทุนได้รับจากลูกค้าในแต่ละรายการ โดยแสดงให้เห็นถึงข้อตกลงและเงื่อนไขของคำสั่งและข้อสนเทศที่เกี่ยวข้องอื่นๆ

- ใบเสร็จเรียกเก็บเงินค่าบริการทั้งในส่วนที่รับชำระแล้วและยังไม่ได้รับชำระ ซึ่งเกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจที่ปรึกษาการลงทุน

- ต้นฉบับของหนังสือที่ที่ปรึกษาการลงทุนได้รับจากลูกค้า และสำเนาหนังสือที่ที่ปรึกษาการลงทุนได้จัดส่งให้แก่ลูกค้าเกี่ยวกับคำแนะนำหรือคำปรึกษาที่ที่ปรึกษาการลงทุนได้ให้หรือที่ประสงค์จะให้แก่ลูกค้า การรับ การจำหน่าย หรือการส่งมอบเงินหรือหลักทรัพย์ และคำสั่งซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ

- รายชื่อลูกค้าที่ที่ปรึกษาการลงทุนมีอำนาจจัดการเงินทุน หลักทรัพย์ หรือทำธุรกรรมใดๆ ให้แก่ลูกค้า

- หนังสือมอบอำนาจหรือหลักฐานอื่นที่มอบอำนาจจัดการลงทุนแก่ที่ปรึกษาการลงทุน

- หนังสือสัญญาที่ที่ปรึกษาการลงทุนทำกับลูกค้าเกี่ยวกับกิจการของที่ปรึกษาการลงทุน

- สำเนาเอกสาร หนังสือเวียน บทความในหนังสือพิมพ์ จดหมายข่าวการลงทุน หรือการสื่อสารด้วยวิธีอื่นใด ซึ่งมีเนื้อหาเกี่ยวกับการให้

ความเห็นซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง และที่ปรึกษาการลงทุนได้จัดส่งหรือแจกจ่าย ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อมให้แก่บุคคลอื่นเป็นจำนวนตั้งแต่ 12 คนขึ้นไป

- บันทึกแสดงธุรกรรมในหลักทรัพย์ซึ่งที่ปรึกษาการลงทุนหรือผู้แทนของที่ปรึกษาการลงทุนมีกรรมสิทธิ์ หรือโดยผลของการทำธุรกรรมของที่ปรึกษาการลงทุนทำให้ได้มาซึ่งกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์นั้น ไม่ว่าจะโดยทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งนี้ ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องบันทึกธุรกรรมด้านหลักทรัพย์ดังกล่าวภายใน 10 วันนับแต่วันสิ้นไตรมาสที่มีการทำธุรกรรม อย่างไรก็ตาม แม้ที่ปรึกษาการลงทุนจะมีได้จัดทำบันทึกดังกล่าวที่ปรึกษาการลงทุนอาจไม่ต้องรับผิดชอบแสดงได้ว่าตนได้วางระเบียบในการรายงานไว้ อย่างเพียงพอ และได้ใช้ความพยายามตามสมควรเพื่อให้ได้มาซึ่งรายงานการทำธุรกรรมที่ต้องบันทึกภายในเวลาอันรวดเร็ว เป็นต้น

- สำเนาหนังสือเปิดเผยสารสนเทศ (brochure) และฉบับแก้ไขหรือปรับปรุงของหนังสือดังกล่าวที่ได้ให้หรือจัดส่งให้แก่ลูกค้าหรือผู้ที่จะเป็นลูกค้า

นอกจากนี้ตามข้อบังคับที่ 204-2 (b) ในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนรับดูแลผลประโยชน์ในเงินทุนและหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้า ที่ปรึกษาการลงทุนต้องจัดทำและเก็บรักษารายงานเพิ่มเติมดังต่อไปนี้

- บันทึกธุรกรรมการสั่งซื้อและขายหลักทรัพย์ทุกรายการ รวมถึงเอกสารใบเสร็จรับเงินและเอกสารการส่งมอบหลักทรัพย์
 - บันทึกรายละเอียดการทำธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์โดยแยกตามรายตัวลูกค้า
 - สำเนาใบยืนยันการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ทุกรายการ
 - บันทึกเกี่ยวกับสิทธิประโยชน์ในหลักทรัพย์ของลูกค้า
- โดยชี้ชัดได้ว่าลูกค้ารายใดมีหุ้นใดอยู่ในครอบครองและมีการรับหรือจ่ายออกเมื่อใดและให้แก่ลูกค้ารายใด

และในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนให้บริการดูแลหรือจัดการลงทุนแก่ลูกค้าตามข้อบังคับที่ 204-2 (c) ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดทำและเก็บบันทึกแสดงรายละเอียดการซื้อและขายหลักทรัพย์แยกตามรายตัวลูกค้าและข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงข้อมูลใดๆ เกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่ลูกค้ามีสถานะเป็นเจ้าของในปัจจุบัน โดยสามารถแสดงรายชื่อหลักทรัพย์และผลประโยชน์ที่ลูกค้าแต่ละรายได้รับได้ทันที

อนึ่ง ที่ปรึกษาการลงทุนมีหน้าที่ต้องจัดเก็บบัญชีหรือรายงานที่เกี่ยวข้องกับการประกอบกิจการที่ปรึกษาการลงทุนตามข้อบังคับที่ 204-2 ให้ครบถ้วน โดยต้องจัดเก็บไว้อย่างเป็นระเบียบเป็นเวลาอย่างน้อย 5 ปี นับแต่วันที่ได้จัดทำเอกสาร และในกรณีที่มีการเลิกประกอบกิจการที่ปรึกษาการลงทุนให้จัดเก็บเป็นเวลาอย่างน้อย 3 ปี นับแต่วันที่ได้เลิกกิจการ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาการลงทุนอาจจัดเก็บข้อมูลดังกล่าวในรูปของเอกสารหรือในรูปแบบอื่นที่สามารถเรียกข้อมูลหรือจัดพิมพ์ได้ในเวลาอันสมควร โดยในช่วง 2 ปีแรกให้ที่ปรึกษาการลงทุนจัดเก็บบัญชีหรือรายงานไว้ในที่ปลอดภัยภายในสถานประกอบการของตนและสามารถนำมาใช้ได้เป็นเวลาอันควร

(5) การจัดส่งรายงานประจำปีให้แก่ SEC

ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดส่งรายงานประจำปีในรูปแบบรายงาน ADV-S ให้แก่ SEC ภายในกำหนดเวลาไม่เกิน 90 วัน นับแต่วันสิ้นสุดรอบระยะเวลาบัญชีของที่ปรึกษาการลงทุนตามข้อบังคับที่ 204-1 (c) การจัดส่งรายงานประจำปีในรูปแบบรายงาน ADV-S "ไม่ถือว่าเป็นการขอแก้ไขเพิ่มเติมแบบคำขอจดทะเบียน (Form ADV) เดิม ดังนั้น หากมีเหตุการณ์ใดๆ ที่เป็นสาระสำคัญเกิดขึ้นและก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลใดๆ ที่ได้แจ้งแจ้งไว้ในแบบคำขอจดทะเบียน (Form ADV) เดิม ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องดำเนินการขอแก้ไขเพิ่มเติมแบบคำขอจดทะเบียนดังกล่าวทันทีเพื่อให้ข้อมูลในแบบคำขอจดทะเบียนเป็นปัจจุบันและทันสมัยอยู่ตลอดเวลา ทั้งนี้ SEC มีอำนาจดำเนินการเพิกถอนการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามมาตรา 203 (h) แห่ง IAA หากพบว่าที่ปรึกษาการลงทุนใดไม่ได้จัดส่งรายงานประจำปีในรูปแบบรายงาน ADV-S ภายในระยะเวลาที่กำหนด

(6) การวางระบบป้องกันข้อมูลที่ยังมีได้เปิดเผยต่อสาธารณชน

บุคคลใดที่ดำเนินกิจการที่ปรึกษาการลงทุนอันเป็นทางค้าปกติเพื่อค่าตอบแทนและไม่ได้รับการยกเว้นไม่ถือว่าเป็นที่ปรึกษาการลงทุน หรือไม่ได้รับยกเว้นจากการจดทะเบียนตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 203 (b) ของ IAA จะต้องอยู่ภายใต้บังคับของบทบัญญัติ U.S. Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (the "Insider Trading Act")²⁷ ซึ่งเป็นบทบัญญัติที่กำหนดความรับผิดแก่บริษัทและบุคคลใดที่มีอำนาจกำกับดูแลหรือลูกจ้าง หาก SEC พบว่ามีการกระทำอันเป็นการฝ่าฝืนบทบัญญัติเกี่ยวกับการห้ามใช้ข้อมูล

²⁷ Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, Pub. L. 100-704, 102 Stat. 4677 (1988) พิจารณาประกอบกับมาตรา 204 A of the Advisers Act.

วงในของ the Exchange Act หรือ the Adviser Act SEC มีอำนาจกำหนดโทษปรับหรือลงโทษทางวินัยแก่ผู้กระทำผิดได้ อนึ่ง นอกจากที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องอยู่ภายใต้บังคับของ the Insider Trading Act แล้ว Investment Adviser Act ยังได้กำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องวางนโยบายและแนวปฏิบัติ (โดยทำเป็นลายลักษณ์อักษร) เพื่อป้องกันมิให้มีการแสวงหาประโยชน์โดยมิชอบจากข้อมูลที่ยังมิได้เปิดเผยต่อสาธารณชน โดยที่ปรึกษาการลงทุนหรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องดำเนินการตามนโยบายและแนวทางปฏิบัติที่กำหนดดังกล่าว²⁸ สำหรับการกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัตินั้นเนื่องจาก SEC ยังมิได้ประกาศระเบียบหรือข้อบังคับกำหนดนโยบายหรือวางแนวทางที่ควรถือปฏิบัติเฉพาะเรื่องไว้ ดังนั้น ที่ปรึกษาการลงทุนอาจกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติได้ตามสมควร โดยขึ้นกับลักษณะการประกอบธุรกิจที่ปรึกษาการลงทุนนั้นๆ อย่างไรก็ตามในการกำหนดนโยบายและแนวปฏิบัติอย่างน้อยที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดให้มีบุคคลซึ่งเป็นผู้รับผิดชอบในการตรวจสอบการดำเนินกิจกรรมทุกด้านของที่ปรึกษาการลงทุนและดำเนินการให้มีระบบกำกับดูแลการดำเนินกิจกรรมทุกด้านของที่ปรึกษาการลงทุนเพื่อป้องกันมิให้มีการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติเกี่ยวกับการห้ามใช้ข้อมูลวงใน อาทิเช่น การกำหนดนโยบายและวิธีการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ของที่ปรึกษาการลงทุนและลูกจ้าง โดยใช้วิธีการประกาศรายชื่อหลักทรัพย์ที่ห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนและลูกจ้างซื้อขาย (restricted lists) หรือรายชื่อหลักทรัพย์ที่ต้องจับตามองเป็นพิเศษ (watch lists) หรือการกำหนดนโยบายและวิธีการในการรักษาความลับของลูกค้าและความลับของหน่วยงานภายใน (Chinese wall) ทั้งนี้ เพื่อป้องกันมิให้มีการนำข้อมูลของลูกค้าหรือข้อมูลของที่ปรึกษาการลงทุนได้มาจากการดำเนินธุรกิจซึ่งยังมิได้เปิดเผยต่อสาธารณชนไปใช้ในการซื้อขายหลักทรัพย์ของที่ปรึกษาการลงทุน หรือลูกจ้าง หรือของหน่วยงานอีกด้านหนึ่งของที่ปรึกษาการลงทุนหรือนำไปเปิดเผยแก่บุคคลอื่น

(7) การขอความยินยอมในการ โอนสิทธิในสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน

Investment Advisers Act กำหนดห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนทำการขายหรือแก้ไขสัญญาที่ปรึกษาการลงทุน รวมถึงโอนสิทธิการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนโดยไม่ได้รับความยินยอมจากลูกค้า²⁹ ซึ่งข้อห้ามดังกล่าวถือว่ามีความสำคัญต่อการปรับโครงสร้างองค์กรของที่ปรึกษาการลงทุนอย่างมาก ทั้งนี้ IAA ได้ให้คำจำกัดความของคำว่า

²⁸ Section 204 A

²⁹ Section 205 (a) (2) of the Advisers Act.

“การโอน” (Assignment) ว่าให้หมายรวมถึง การโอนสิทธิเรียกร้องในสัญญาที่ปรึกษาการลงทุน ทั้งทางตรงและทางอ้อมโดยผู้โอน หรือการโอนอำนาจควบคุมการลงคะแนนเสียงของผู้โอน³⁰ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของที่ปรึกษาการลงทุนย่อมถือว่ามี การโอนสิทธิในสัญญา การเป็นที่ปรึกษาการลงทุนแล้ว ที่ปรึกษาการลงทุนจึงต้องขอความยินยอมจากลูกค้าในกรณี ดังกล่าวด้วย อย่างไรก็ตามหากเป็นกรณีที่หุ้นส่วนของที่ปรึกษาการลงทุนตายหรือถูกเพิกถอนจาก ความเป็นหุ้นส่วนหรือมีการแต่งตั้งผู้เป็นหุ้นส่วนคนใหม่ และหุ้นส่วนดังกล่าวมีเพียงเสียงข้างน้อย ในที่ปรึกษาการลงทุนนั้นย่อมไม่ถือว่ามี การโอนสิทธิในสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน แต่อย่างใด

จุดประสงค์สำคัญของข้อห้ามในการโอนสิทธิในสัญญา การเป็นที่ปรึกษาการลงทุน โดยกำหนดให้เป็นที่ปรึกษาการลงทุนในการขอ ความยินยอมจากลูกค้าก่อนที่จะ โอนสิทธิในสัญญาดังกล่าวก็คือ เพื่อป้องกัน “การค้า” (trafficking) สัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนอันเป็นการปกป้องลูกค้าจากการมีที่ปรึกษาการลงทุนใหม่หรือ แยกต่างไปจากเวลาเข้าทำสัญญาโดยลูกค้ามิได้รู้เห็นในการนั้นๆ ทั้งนี้ SEC ได้ออกข้อบังคับที่ 202 (a) (1)-1 กำหนดแนวทางในการพิจารณาไว้ว่า การทำธุรกรรมใดที่มีได้ส่งผลให้มีการ เปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุมหรือการจัดการของที่ปรึกษาการลงทุนย่อม ไม่ก่อให้เกิด การโอนสิทธิในสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนอันจะต้องได้รับความยินยอมจากลูกค้า อาทิเช่น ในกรณีที่มีการ โอนสิทธิในสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนแต่ที่ปรึกษาการลงทุนผู้รับโอนนั้นมี ผู้อำนวยการ เจ้าหน้าที่ ที่ปรึกษา การลงทุน และผู้ช่วยอื่นๆ ซึ่งเป็นทีมงานชุดเดียวกับที่ปรึกษา การลงทุนผู้โอน หรือในกรณีที่ธุรกิจของที่ปรึกษาการลงทุนผู้รับโอนดำเนินไปภายใต้วิธีการเดิม หรือบุคคลที่มีอำนาจสูงสุดในการควบคุมที่ปรึกษาการลงทุนผู้รับ โอนเป็นบุคคลเดียวกับที่ปรึกษา การลงทุนผู้โอน รวมถึงกรณีที่ปรึกษาการลงทุนผู้รับ โอนเป็นบริษัทมหาชนซึ่งมีผู้ถือหุ้นเป็นกลุ่ม เดียวกับที่ปรึกษาการลงทุนผู้โอน

เมื่อ IAA กำหนดหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุนให้ต้องขอ ความยินยอมในการ โอนสิทธิในสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนเสียก่อนจึงจะสามารถดำเนินการ โอนสิทธิในสัญญาดังกล่าวได้ ดังนั้น เจ้าหน้าที่ของ SEC จึงได้วางแนวปฏิบัติไว้ว่า การที่ลูกค้าเพียง

³⁰ Section 202 (a) (1) of the Advisers Act.

ละเลยไม่ให้ความยินยอมข้อมไม่ถือเป็นเรื่องให้สันนิษฐานว่าลูกค้าได้ให้ความยินยอมแล้ว โดยปริยาย เมื่อที่ปรึกษาการลงทุนได้กระทำการฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ดังกล่าวจึงถือว่าที่ปรึกษาการลงทุนได้กระทำการอันเป็นการฉ้อฉลหรือฉ้อโกงตามข้อกำหนดของ IAA เกี่ยวกับการป้องกันการกระทำอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉล³¹ อย่างไรก็ตามในคดี Fund Inc. ปี ค.ศ. 1972 เจ้าหน้าที่ SEC ได้วินิจฉัยไว้ว่า ในคดีนี้ที่ปรึกษาการลงทุนได้ดำเนินการโอนหุ้นในส่วนของที่ปรึกษาการลงทุนจดทะเบียนข้อมส่งผลให้เกิดการ โอนสิทธิในสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน ดังนั้น ที่ปรึกษาการลงทุนจึงต้องขอรับความยินยอมจากลูกค้าก่อน³² การที่ที่ปรึกษาการลงทุนทำหนังสือถึงลูกค้าเพื่อขอความยินยอมในการ โอนสิทธิในสัญญาและได้ระบุว่าหากลูกค้าไม่ปฏิเสธภายใน 30 วัน ที่ปรึกษาการลงทุนจะทำการ โอนสิทธิตามที่ขอความยินยอม เจ้าหน้าที่ SEC เห็นว่าการกำหนดระยะเวลาให้ลูกค้าตอบกลับมาภายใน 30 วันเป็นระยะเวลาอันไม่สมควรแก่พฤติการณ์³³ เพราะฉะนั้นการนิ่งเฉยของลูกค้าจึงไม่ก่อให้เกิดความยินยอมโดยปริยาย ซึ่งเจ้าหน้าที่ SEC ได้ให้ความเห็นต่อไปว่า หากที่ปรึกษาการลงทุนกำหนดให้ลูกค้าตอบกลับมาภายในเวลาอันสมควรแล้ว แต่ลูกค้ามิได้ตอบกลับมาภายในเวลาดังกล่าว ที่ปรึกษาการลงทุนข้อมโอนสิทธิในสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนได้โดยถือว่าลูกค้าให้ความยินยอมแล้ว³⁴ ทั้งนี้ เจ้าหน้าที่ SEC มิได้วางแนวปฏิบัติไว้ว่าการกำหนดระยะเวลาเท่าใดจึงจะถือว่าเป็นระยะเวลาอันสมควรแต่จะพิจารณาจากสภาพแวดล้อมและพฤติการณ์เป็นสำคัญ

4.2) สิทธิของที่ปรึกษาการลงทุน

- การเรียกเก็บค่าตอบแทนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน
- การเรียกเก็บค่าตอบแทนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนเป็น

หลักเกณฑ์ที่สำคัญประการหนึ่งในการพิจารณาว่าบุคคลนั้นดำเนินกิจการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน และต้องอยู่ในบังคับของ IAA หรือไม่ เมื่อที่ปรึกษาการลงทุนได้จดทะเบียนต่อ SEC แล้วข้อมสามารถให้คำแนะนำแก่บุคคลอื่นเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือออก หรือเผยแพร่ ผลวิเคราะห์ หรือรายงานเกี่ยวกับหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชน และมีสิทธิเรียกเก็บค่าตอบแทนจาก

³¹ Fund Inc. (avail. Mar. 3, 1972).

³² Ibid.

³³ Ibid.

³⁴ Ibid.

การให้คำแนะนำดังกล่าวเป็นการตอบแทนได้ ทั้งนี้ IAA ได้วางข้อกำหนดเกี่ยวกับการเรียกเก็บค่าตอบแทนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนดังต่อไปนี้

ก) หลักเกณฑ์ทั่วไปเกี่ยวกับการเรียกเก็บค่าตอบแทน

ที่ปรึกษาการลงทุนอาจกำหนดวิธีการเรียกเก็บค่าตอบแทน

การเป็นที่ปรึกษาการลงทุนและจำนวนค่าตอบแทนที่เรียกเก็บได้ตามที่เห็นสมควร โดยอาจเรียกเก็บค่าตอบแทนเป็นอัตราร้อยละของสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการ หรือเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเป็นรายชั่วโมง หรือเป็นอัตราคงที่ ทั้งนี้ ในการเรียกเก็บค่าตอบแทนจะต้องตั้งอยู่บนหลักการพื้นฐานของการเปิดเผยสารสนเทศเกี่ยวกับวิธีการและจำนวนค่าตอบแทนที่เรียกเก็บให้ลูกค้าทราบอย่างถูกต้องครบถ้วนและเป็นธรรม โดยให้ลูกค้าเป็นผู้ใช้ดุลพินิจและตัดสินใจเลือกใช้บริการของที่ปรึกษาการลงทุนด้วยตนเอง มิฉะนั้นที่ปรึกษาการลงทุนดังกล่าวอาจมีความผิดตามบทบัญญัติเกี่ยวกับการป้องกันการกระทำอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉล (Antifraud Provision) (มาตรา 206) ได้นอกจากนี้ในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนเรียกเก็บค่าตอบแทนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนสูงเกินกว่าอัตราที่เรียกเก็บทั่วไป (เมื่อคำนึงถึงสภาพและขนาดของวงเงินของลูกค้า) เจ้าหน้าที่ SEC มีความเห็นว่า ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องเปิดเผยให้ลูกค้าทราบว่าลูกค้าอาจขอรับบริการประเภทเดียวกันได้จากที่ปรึกษาการลงทุนรายอื่นด้วยค่าบริการที่ต่ำกว่าตน อนึ่ง หากที่ปรึกษาการลงทุนได้เรียกเก็บค่าตอบแทนไว้เป็นการล่วงหน้าซึ่งในเวลาต่อมาได้มีการเลิกสัญญาที่ปรึกษาการลงทุน เจ้าหน้าที่ SEC เห็นว่าที่ปรึกษาการลงทุนจะเก็บเงินค่าตอบแทนไว้ทั้งหมดโดยไม่คืนให้ลูกค้าไม่ได้เว้นแต่ในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนได้ให้คำแนะนำในลักษณะที่ไม่ใช่เป็นคำแนะนำส่วนบุคคล (impersonalized) และได้แจ้งให้ลูกค้าทราบถึงนโยบายการไม่คืนเงินค่าตอบแทนแล้วโดยระยะเวลาของการเป็นสมาชิกจะต้องไม่ยาวเกินไปด้วย³⁵

ข) ข้อจำกัดในการเรียกเก็บค่าตอบแทน

บทบัญญัติแห่ง IAA ได้กำหนดข้อจำกัดในการเรียกเก็บ

ค่าตอบแทนไว้บางประการตามมาตรา 205 (a) (1) ซึ่งห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุน (ยกเว้นที่ปรึกษาการลงทุนที่ได้รับยกเว้นจากการจดทะเบียนตามมาตรา 203 (b)) ทำสัญญาที่มีข้อสัญญากำหนด

³⁵ See, e.g., Churchill Management Corp. (avail. May 30, 1974). Cf. Wellington Financial Corp. (avail. Jan. 17, 1983); Daily Graphs (avail. Dec. 13, 1978); Anametrics, Inc. (avail. Oct. 21, 1976).

เรียกเก็บค่าตอบแทนโดยคำนวณตามผลกำไรที่ได้จากการนำเงินทุนในกองทรัพย์สินของลูกค้าไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปลงทุนในสินทรัพย์ประเภททุน เช่น ผลกำไรที่ได้จากการขายหุ้นหรือพันธบัตร หรือคำนวณตามมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของเงินทุนในกองสินทรัพย์ของลูกค้าไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน ซึ่งลูกค้าได้นำไปลงทุนในสินทรัพย์ประเภททุนและมีราคาตลาดที่สูงขึ้น (a share of capital gains upon or capital appreciation of the funds or any portion of the funds of the client) อันเป็นการเรียกค่าตอบแทนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนโดยคำนวณจากผลการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุนที่มีต่อลูกค้ารายดังกล่าว หรือที่เรียกว่า Performance fees ทั้งนี้ เหตุผลที่ IAA กำหนดข้อห้ามดังกล่าวเนื่องจากรัฐสภาเห็นว่า การใช้วิธีการคำนวณค่าตอบแทนจากผลการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุน (Performance fees) มีลักษณะเป็นการเสี่ยงโชค (heads I win, tails you lose) นั่นคือ หากที่ปรึกษาการลงทุนให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์แล้วทำให้ลูกค้าได้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงที่ปรึกษาการลงทุนย่อมได้ค่าตอบแทนในอัตราที่สูง ในทางตรงข้ามหากลูกค้าขาดทุนอันเนื่องมาจากการลงทุนตามคำแนะนำของที่ปรึกษาการลงทุนๆ ก็อาจไม่ได้รับค่าตอบแทนหรือได้รับในอัตราที่ต่ำเช่นกัน ซึ่งอาจส่งผลให้ที่ปรึกษาการลงทุนจัดการสินทรัพย์ของลูกค้าหรือให้ความเห็นเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์แก่ลูกค้าในลักษณะเพิ่มความเสี่ยงเพื่อให้ลูกค้าได้ผลกำไรจากการลงทุนมากขึ้น หรือเพิ่มมูลค่าของเงินทุนในกองสินทรัพย์ของลูกค้าให้สูงขึ้นอันจะทำให้ที่ปรึกษาการลงทุนได้ค่าตอบแทนจากลูกค้ามากขึ้นด้วย อย่างไรก็ตามเจ้าหน้าที่ SEC ได้กำหนดขอบเขตของข้อจำกัดตามมาตรา 205 (a) (1) ไว้ว่า ข้อจำกัดในการเรียกเก็บค่าตอบแทนจากผลการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุนตามมาตรา 205 (a) (1) นั้นจะใช้บังคับเมื่อสินทรัพย์ของลูกค้ามีมูลค่าเพิ่มขึ้นไม่น้อยกว่าอัตราที่ SEC ประกาศกำหนด (หรือที่เรียกว่า Contingent fee) เท่านั้น นอกจากนี้ข้อจำกัดตามมาตรา 205 (a) (1) ก็ไม่ได้ห้ามที่ปรึกษาการลงทุนเรียกค่าตอบแทนโดยคำนวณตามส่วนแบ่งของสินทรัพย์ประเภทอื่น เช่น ดอกเบี้ย เงินปันผล เป็นต้น แต่ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องเปิดเผยวิธีการคำนวณค่าตอบแทนดังกล่าวให้ลูกค้าทราบด้วย

ค) ข้อยกเว้นมาตรา 205 (a) (1)

ข้อจำกัดในการเรียกค่าตอบแทนตามมาตรา 205 (a) (1)

ซึ่งห้ามไม่ให้ที่ปรึกษาการลงทุนใช้วิธีการคำนวณค่าตอบแทนจากผลการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุน (Performance fees) นั้นจะไม่นำมาบังคับใช้ในบางกรณีตามที่ได้กำหนดไว้ใน IAA หรือโดยการตีความหรือโดยการประกาศข้อบังคับของ SEC ซึ่งยินยอมให้ที่ปรึกษาการลงทุนเรียก

ค่าตอบแทนโดยใช้วิธีการคำนวณจากผลการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุนได้ ทั้งนี้ ข้อยกเว้นที่กำหนดไว้มีดังต่อไปนี้

(1) การเรียกค่าตอบแทนโดยคำนวณเป็นอัตราร้อยละของสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการของที่ปรึกษาการลงทุน ซึ่งถัวเฉลี่ยในระยะเวลาที่กำหนด หรือ ณ วันใดวันหนึ่งที่แน่นอน หรือซึ่งคำนวณ ณ วันใดวันหนึ่งที่แน่นอน³⁶

(2) กรณีที่ปรึกษาการลงทุนเข้าทำสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนกับลูกค้าที่เป็นบริษัทจัดการกองทุนรวม (investment company) ที่จดทะเบียนตาม Investment Company Act of 1940³⁷ หรือบุคคลใดๆ ที่มีสินทรัพย์ให้ที่ปรึกษาการลงทุนจัดการเป็นจำนวนเกินกว่า US \$ 1,000,000 ขึ้นไป³⁸ ถ้าค่าตอบแทนดังกล่าวเป็นการคำนวณตามมูลค่าสินทรัพย์ภายใต้การจัดการ โดยถัวเฉลี่ยในระยะเวลาที่กำหนดและมีข้อตกลงให้อัตราค่าตอบแทนดังกล่าวสามารถเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้โดยคิดเป็นสัดส่วนกับผลตอบแทนที่กองทุนหรือกองสินทรัพย์ได้รับจากการลงทุนภายในระยะเวลาที่กำหนดเปรียบเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์อ้างอิงหรือโดยวิธีการประเมินผลตอบแทนการลงทุนอื่นๆ ตามที่ SEC เห็นสมควร ทั้งนี้ อัตราค่าตอบแทนที่ที่ปรึกษาการลงทุนสามารถได้รับเพิ่มขึ้นหรือลดลงขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน เรียกว่า “fulcrum fee”

(3) ข้อจำกัดตามมาตรา 205 (a) (1) ไม่ใช่บังคับกับสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนซึ่งทำขึ้นระหว่างที่ปรึกษาการลงทุนกับกองทุนพัฒนาธุรกิจ (Business Development Company) โดยมีเงื่อนไขดังต่อไปนี้

ก) อัตราค่าตอบแทนตามสัญญาไม่เกินร้อยละ 20 ของกำไรที่กองทุนพัฒนาธุรกิจได้รับจากการนำเงินกองทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์ (realized capital gain) ภายในระยะเวลาที่กำหนด หรือ ณ วันที่แน่นอนหลังจากหักผลขาดทุนที่เกิดขึ้นจากการนำเงินกองทุนไปลงทุนในหลักทรัพย์ (realized capital loss) และผลขาดทุนจากการเสื่อมมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ยังไม่เกิดขึ้น (unrealized capital depreciation) และ

³⁶ Section 205 (b) (1) of Investment Advisers Act.

³⁷ Section 205 (b) (2) (A) of Investment Advisers Act.

³⁸ Section 205 (b) (2) (B) of Investment Advisers Act.

ข) กองทุนพัฒนาธุรกิจไม่ได้มี option หรือ warrant หรือสิทธิในการจองซื้อหุ้นที่ออกตามมาตรา 61 (a) (3) (B) ของ Investment Company Act และไม่มีแผนในการแบ่งส่วนกำไรตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 57 (n) ของ Investment Company Act³⁹

(4) ข้อจำกัดตามมาตรา 205 (a) (1) ไม่ใช่บังคับแก่การเรียกค่าตอบแทนโดยการคำนวณตามวิธี performance fee สำหรับบริการที่ให้แก่บริษัทจัดการกองทุนรวมที่เสนอขายหน่วยลงทุนแก่ผู้ซื้อหน่วยลงทุนที่มีคุณสมบัติและไม่ได้เสนอขายแก่ประชาชน (Private investment company)⁴⁰

(5) ข้อจำกัดตามมาตรา 205 (a) (1) ไม่ใช่บังคับแก่การเรียกค่าตอบแทนโดยการคำนวณตามวิธี performance สำหรับบริการที่ให้แก่ลูกค้าที่ไม่ใช่เป็นผู้มีถิ่นที่อยู่ในประเทศสหรัฐอเมริกา⁴¹

(6) ข้อจำกัดตามมาตรา 205 (a) (1) ไม่ใช่บังคับแก่การเรียกค่าตอบแทนตามวิธี performance fees สำหรับการให้บริการแก่ลูกค้าที่มีความรู้ความชำนาญในการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถรับความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจากการใช้วิธีคำนวณค่าตอบแทนแบบ performance fees ตามที่ SEC ประกาศกำหนดโดยอาศัยอำนาจตามมาตรา 206A ของ IAA⁴²

5) ความรับผิดชอบของที่ปรึกษาการลงทุนเพื่อการกระทำอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉล

5.1) บทบัญญัติป้องกันการฉ้อฉลตามมาตรา 206 IAA

บทบัญญัติทั่วไปในการป้องกันการกระทำอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉล (General anti-fraud provisions) ตามมาตรา 206 ของ IAA ได้กำหนดข้อห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนกระทำการใดๆ ดังต่อไปนี้ไม่ว่าโดยตรงหรือโดยอ้อม ทั้งนี้ ตามบทบัญญัติในมาตรา 206 นี้ นอกจากจะมีผลบังคับใช้แก่ที่ปรึกษาการลงทุนที่จดทะเบียนต่อ SEC แล้ว บุคคลใดๆ ที่ดำเนินกิจการครบตามหลักเกณฑ์ของคำจำกัดความ “ที่ปรึกษาการลงทุน” ตามมาตรา 202 (a) (11)

³⁹ Section 205 (b) (3) of Investment Advisers Act.

⁴⁰ Section 205 (b) (4) of Investment Advisers Act.

⁴¹ Section 205 (b) (5) of Investment Advisers Act.

⁴² SEC ได้ประกาศข้อบังคับที่ 205-3 เพื่อกำหนดข้อยกเว้นดังกล่าว

ย่อมอยู่ในบังคับของมาตรา 206 ทั้งสิ้น โดยไม่คำนึงว่าบุคคลดังกล่าวจะได้จดทะเบียนเป็นที่ปรึกษา การลงทุนต่อ SEC หรือไม่

(1) ใช้เครื่องมือ แบบแผน หรือทักษะใดๆ เพื่อฉ้อฉลลูกค้าหรือ ผู้ที่จะเป็นลูกค้า

(2) มีส่วนในการดำเนินธุรกรรมหรือการปฏิบัติหรือในทาง การค้าอันเป็นการฉ้อฉลหรือฉ้อโกงลูกค้าหรือผู้ที่จะเป็นลูกค้า

(3) กระทำการในฐานะตัวการเพื่อประโยชน์ส่วนตนและ โดยเจตนาได้กระทำการขายหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าหรือซื้อหลักทรัพย์จากลูกค้า หรือกระทำการ ในฐานะนายหน้าให้แก่บุคคลใดนอกเหนือจากลูกค้าและโดยเจตนาได้ก่อให้เกิดการขายหรือซื้อ หลักทรัพย์ในนามของลูกค้าดังกล่าว ทั้งนี้ โดยไม่ได้เปิดเผยให้ลูกค้าทราบเป็นลายลักษณ์อักษร ถึงการดำเนินการดังกล่าวของตนและได้รับความยินยอมจากลูกค้าให้กระทำการดังกล่าวได้ ก่อนที่การซื้อขายจะเสร็จสิ้นสมบูรณ์

(4) มีส่วนร่วมในการกระทำการหรือในการปฏิบัติหรือ ดำเนินการในทางการค้าอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉล (fraudulent) ฉ้อโกง (deception) หรืออำพราง ให้หลงผิด (manipulative) ทั้งนี้ คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจ ในการออกข้อบังคับและกฎระเบียบเพื่อกำหนดลักษณะของการกระทำ การปฏิบัติ และ การดำเนินการในทางการค้าที่ถือว่ามีลักษณะอันเป็นการฉ้อฉล ฉ้อโกง หรืออำพรางให้หลงผิดและ กำหนดมาตรการในการป้องกันมิให้เกิดการกระทำ การปฏิบัติ หรือการดำเนินการในทางการค้า ดังกล่าว

บทบัญญัติในมาตรา 206 ว่าด้วยข้อกำหนดเกี่ยวกับการป้องกันการ การกระทำอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉลได้ถูกบัญญัติไว้ในลักษณะที่ค่อนข้างกว้างขวาง โดยสามารถ ปรับใช้กับสถานการณ์ต่างๆ ได้หลากหลาย อาทิเช่น ศาลสูงของสหรัฐอเมริกาได้เคยตัดสินว่า ที่ปรึกษาการลงทุนกระทำการให้คำแนะนำเพื่อประโยชน์ส่วนตน (scalping) โดยซื้อหลักทรัพย์ ที่ตนจะให้คำแนะนำแก่ลูกค้าเป็นการล่วงหน้าและขายหลักทรัพย์ดังกล่าวเพื่อทำกำไรในระยะสั้น หลังจากได้ตีพิมพ์คำแนะนำแก่ลูกค้าแล้ว และไม่ได้เปิดเผยถึงการดำเนินการดังกล่าวแก่ลูกค้าหรือ ผู้ที่จะเป็นลูกค้าของที่ปรึกษาการลงทุนทราบถือว่าเป็นการกระทำอันเป็นการฉ้อฉลหรือฉ้อโกงต่อ ลูกค้าตามมาตรา 206 ของ IAA โดยศาลเห็นว่าแนวคิดเกี่ยวกับการฉ้อฉลหรือฉ้อโกงตามบทบัญญัติ ในมาตรา 206 นั้นมิได้จำกัดเพียงการแสดงข้อความอันเป็นเท็จในสาระสำคัญเท่านั้น แต่ยังรวมถึง การละเว้นไม่เปิดเผยข้อเท็จจริงอันเป็นสาระสำคัญด้วย ทั้งนี้ ศาลสูงได้อาศัยบทบัญญัติในมาตรา

206 นี้กำหนดหน้าที่ของที่ปรึกษาการลงทุนว่าต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างสุจริตยิ่ง (Fiduciary Duty) อีกด้วย⁴³

นอกจากนี้เจ้าหน้าที่ของ SEC ยังได้วางแนวทางปฏิบัติสำหรับที่ปรึกษาการลงทุน โดยกำหนดห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนดำเนินการบางประการในลักษณะที่อาจถือว่าการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติในมาตรา 206 หรือเป็นการไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ซึ่งสุจริตยิ่ง อาทิเช่น ห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนทำสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนกับลูกค้า โดยกำหนดเงื่อนไขบอกปิดความรับผิดชอบของที่ปรึกษาการลงทุนเกี่ยวกับความถูกต้องของข้อมูลที่ใช้ในการให้คำแนะนำ (Hedge Clause)⁴⁴ หรือ โดยกำหนดให้ลูกค้ามีสิทธิบอกเลิกสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนได้ก็ต่อเมื่อครบกำหนดตามสัญญาแล้วเท่านั้น⁴⁵

5.2) ข้อบังคับของ SEC ออกตามความในมาตรา 206 IAA

SEC ได้อาศัยอำนาจตามมาตรา 206 (4) ในการออกข้อบังคับเพื่อกำหนดหน้าที่หรือการปฏิบัติหน้าที่ที่ปรึกษาการลงทุนต้องกระทำเพื่อป้องกันมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนเอาเปรียบแก่ลูกค้าหรือผู้ที่จะเป็นลูกค้า อันได้แก่ ข้อบังคับเกี่ยวกับข้อจำกัดการโฆษณาการรับดูแลผลประโยชน์ในเงินทุนและหลักทรัพย์ของลูกค้า การจูงใจลูกค้า และการเปิดเผยประวัติความประพฤติทางด้านวินัยของที่ปรึกษาการลงทุน

5.2.1) การโฆษณา (Advertisements)

SEC ได้อาศัยอำนาจตามมาตรา 206 (4) ของ IAA ออกข้อบังคับที่ 206 (4)-1 เกี่ยวกับข้อจำกัดการโฆษณาของที่ปรึกษาการลงทุน โดยกำหนดห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนกล่าวอ้างถึงคำอ้างอิงของบุคคลใดๆ เกี่ยวกับการให้บริการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนของตน และห้ามมิให้มีการกล่าวอ้างถึงคำแนะนำในอดีตของตนที่ก่อให้เกิดผลกำไรแก่บุคคลใดๆ ในการโฆษณาหรือชักจูงให้บุคคลอื่นมาใช้บริการของตนไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม เว้นแต่ที่ปรึกษาการลงทุนจะปฏิบัติตามเงื่อนไขของข้อบังคับที่ 206 (4)-1 กำหนดไว้

⁴³ SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S.180 (1963).

⁴⁴ First National Bank of Akron (avail. Feb. 27, 1976); SEC Release No. IA-58 (Apr. 18, 1951).

⁴⁵ Robert D. Brown (avail. July 19, 1984).

นั่นคือ ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องนำเอาคำแนะนำที่ตนให้ไว้ทั้งหมดตลอดระยะเวลา 12 เดือนที่ผ่านมามาตีพิมพ์พร้อมกัน โดยแสดงข้อมูลดังต่อไปนี้

- (1) ชื่อหลักทรัพย์
- (2) คำแนะนำและรายละเอียดที่เกี่ยวข้อง อาทิเช่น ราคาตลาดของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ให้คำแนะนำ
- (3) ราคาที่ตนได้ให้ความเห็นว่าเป็นราคาที่เหมาะสมแก่การลงทุน
- (4) ราคาตลาดปัจจุบันของหลักทรัพย์และข้อสังเกตอื่นๆ

นอกจากนี้ยังมีเงื่อนไขว่าข้อมูลที่นำเสนอดังกล่าวจะต้องไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิดอันเป็นการฝ่าฝืนต่อข้อบังคับเกี่ยวกับการป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อฉลอีกด้วย ทั้งนี้ ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องระบุข้อความเพื่อเตือนให้ลูกค้าทราบดังนี้ “มันไม่อาจสรุปได้ว่าการให้คำแนะนำในอนาคตจะก่อให้เกิดผลกำไร หรือจะได้รับการผลตอบแทนจากการลงทุนเท่ากับการให้คำแนะนำในอดีตที่ผ่านมา” (it shall not be assumed that recommendations made in the future will be profitable or will equal the securities on this list)⁴⁶

อนึ่ง ข้อบังคับที่ 206 (4)-1 ยังกำหนดห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนโฆษณาโดยกล่าวอ้างถึงประโยชน์ของการใช้กราฟ ตาราง สูตร หรือเครื่องมืออื่นๆ ในการตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ เว้นแต่จะได้อธิบายให้เห็นถึงข้อจำกัดในการใช้ประโยชน์จากเครื่องมือดังกล่าว⁴⁷ และห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนโฆษณาด้วยข้อความว่าจะมีการแจกจ่ายรายงานหรือบทวิเคราะห์โดยไม่คิดมูลค่า เว้นแต่ที่ปรึกษาการลงทุนจะไม่คิดค่าธรรมเนียมตามที่ได้โฆษณาไว้จริงและไม่มีเงื่อนไขหรือภาระใดๆ ทั้งสิ้น⁴⁸ รวมถึงการห้ามมิให้โฆษณารับรองเกี่ยวกับ

⁴⁶ Rule 206 (4)-1 (a) (2) under the Advisers Act.

⁴⁷ S.H. Dike & Co., Inc. (avail. Apr. 20, 1975).

⁴⁸ Rule 206 (4)-1 (a) (4) under the Advisers Act.

การให้บริการของที่ปรึกษาการลงทุนทั้งทางตรงและทางอ้อม⁴⁹ และห้ามทำการเผยแพร่โฆษณา
ที่แสดงข้อความอันไม่เป็นจริงในสาระสำคัญหรือมีข้อความอันเป็นเท็จหรือข้อความที่บิดเบือน⁵⁰

5.2.2) การรับดูแลผลประโยชน์ในเงินทุนและหลักทรัพย์ของ ลูกค้า (Custody of client funds and securities)

ในกรณีที่ที่ปรึกษาการลงทุน (ไม่ว่าจะได้รับการยกเว้นจาก
การจดทะเบียนหรือไม่ก็ตาม) รับดูแลหรือครอบครองเงินทุนและหลักทรัพย์ของลูกค้าหรือ
ผู้รับบริการที่ปรึกษาการลงทุน ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องดำเนินการตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับที่
206 (4)-2 ซึ่งห้ามมิให้ที่ปรึกษาการลงทุนกระทำการใดๆ ต่อทรัพย์สินของลูกค้า เว้นแต่จะปฏิบัติตาม
ตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ในข้อบังคับดังกล่าว ทั้งนี้ ในการพิจารณาว่าบุคคลใดบุคคลหนึ่งรับดูแล
ผลประโยชน์ของผู้รับบริการที่ปรึกษาการลงทุนหรือไม่นั้น ตามแบบคำขอจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษา
การลงทุน (Form ADV) ได้กำหนดหลักเกณฑ์ในการพิจารณาดังนี้ ถ้าบุคคลใดได้ยึดถือเงินทุนหรือ
หลักทรัพย์ของลูกค้าไว้ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม และมีอำนาจที่จะครอบครองหรือจัดสรร
เงินทุนหรือหลักทรัพย์ของลูกค้าได้โดยไม่ต้องของความยินยอมจากลูกค้าก่อนย่อมถือว่าที่ปรึกษา
การลงทุนนั้นรับดูแลผลประโยชน์ของลูกค้าแล้ว อาทิเช่น ในกรณีที่ที่ปรึกษาการลงทุนได้รับ
มอบอำนาจทั่วไปในการจัดการบัญชีหลักทรัพย์ของลูกค้า หรือมีอำนาจลงนามเหนือบัญชี
หลักทรัพย์ของลูกค้า อย่างไรก็ตาม เจ้าหน้าที่ของ SEC ได้วางแนวทางไว้ว่า หากลูกค้าของที่ปรึกษา
การลงทุนได้ใช้บริการของ registered clearing agency เช่น DTC หรือในการจ่ายค่าธรรมเนียมให้
แก่ที่ปรึกษาการลงทุนหรือทราสต์โดยวิธีการโอนเงินจากบัญชีของลูกค้าจะทำได้ก็ต่อเมื่อเข้าตาม
เงื่อนไขหรือลูกค้าได้มีคำสั่งแล้วเท่านั้น ในกรณีดังกล่าวจะไม่ถือว่าที่ปรึกษาการลงทุนรับดูแล
ผลประโยชน์ให้แก่ลูกค้าแต่อย่างใด

ตามข้อบังคับที่ 206 (4)-2 ได้กำหนดให้ที่ปรึกษา
การลงทุนผู้รับดูแลผลประโยชน์ในเงินทุนและหลักทรัพย์ของลูกค้าจะต้องดำเนินการตามเงื่อนไข
ดังต่อไปนี้

⁴⁹ Rule 206 (4)-1 (a) (1) under the Advisers Act.

⁵⁰ Rule 206 (4)-1 (a) (5) under the Advisers Act.

(1) แยกรายการหลักทรัพย์ของลูกค้าแต่ละรายออกจากกัน โดยแสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ใดเป็นของลูกค้ารายใด และให้เก็บไว้ในสถานที่ที่ปลอดภัยจากความเสียหายที่อาจเกิดจากการถูกทำลายหรือความเสียหายหรือสูญหาย

(2) ในกรณีของเงินสดให้ที่ปรึกษาการลงทุนฝากเงินสดของลูกค้าไว้ในบัญชีธนาคารที่แยกต่างหากจากบัญชีเงินฝากของที่ปรึกษาการลงทุน โดยบัญชีเงินฝากของลูกค้าจะฝากเฉพาะเงินของลูกค้าเท่านั้น และที่ปรึกษาการลงทุนจะมีสถานะเป็นตัวแทนหรือทรัสต์ของลูกค้า นอกจากนี้ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดทำรายงานของบัญชีแต่ละบัญชีโดยมีรายละเอียดต่างๆ เช่น ชื่อและที่อยู่ของธนาคารผู้รับฝาก วันที่ และจำนวนเงินที่ฝากและถอนในแต่ละครั้ง จำนวนเงินฝากที่ลูกค้าแต่ละรายมีอยู่ในแต่ละบัญชี

(3) เมื่อรับฝากทรัพย์สินของลูกค้า ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องแจ้งให้ลูกค้าทราบเป็นลายลักษณ์อักษรถึงสถานที่ และวิธีการเก็บรักษาทรัพย์สินของลูกค้า และต้องแจ้งให้ลูกค้าทราบถึงการเปลี่ยนแปลงสถานที่และวิธีการเก็บรักษาทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลง

(4) ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดส่งรายงานแสดงสถานะของหลักทรัพย์และเงินฝากของลูกค้าที่ที่ปรึกษาการลงทุนรับฝากไว้อย่างน้อยทุกสิ้นรอบไตรมาสและการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นกับบัญชีของลูกค้าในรอบนั้นๆ

(5) ให้มีการตรวจสอบอย่างน้อยปีละครั้งเพื่อยืนยันสถานะของทรัพย์สินของลูกค้าโดยผู้สอบบัญชีอิสระซึ่งกระทำโดยไม่มีการบอกกล่าวล่วงหน้าถึงวันที่จะตรวจสอบ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องจัดส่งรายงานการสอบบัญชีดังกล่าวรวมถึงงบดุลของที่ปรึกษาการลงทุนที่ผ่านการตรวจสอบแล้วให้แก่ SEC เป็นประจำทุกปีด้วย

5.2.3) การจูงใจลูกค้า (Client solicitation)

หลายปีที่ผ่านมาเจ้าหน้าที่ SEC วางแนวปฏิบัติเกี่ยวกับการจูงใจลูกค้าว่าเป็นพฤติกรรมที่ก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยถือว่าเป็นการกระทำอันเป็นการฉ้อฉลประการหนึ่งแม้จะมีการเปิดเผยข้อมูลแล้วก็ตาม ทั้งนี้ การห้ามจูงใจลูกค้านั้นให้รวมถึงกรณีลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุนและบุคคลใดที่อยู่ภายใต้การควบคุมของที่ปรึกษาการลงทุนด้วย อย่างไรก็ตามเมื่อ SEC ได้มีการประกาศใช้ข้อบังคับที่ 206 (4)-3 การจูงใจลูกค้าในรูปแบบของการจ่ายเงินสดที่เกี่ยวข้องกับค่าธรรมเนียมอาจกระทำได้แต่มีข้อจำกัดโดยจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลและปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้ในข้อบังคับดังกล่าว ทั้งนี้ ข้อบังคับที่ 206 (4)-3 นี้จะปรับใช้กับที่ปรึกษาการลงทุนที่จดทะเบียนกับ SEC เท่านั้น

5.2.4) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับประวัติทางวินัยของที่ปรึกษา
การลงทุน (Disclosure of disciplinary history)

แม้ว่า IAA จะมีได้กำหนดคุณสมบัติในเรื่อง
ความสามารถของที่ปรึกษาการลงทุน หรือฐานะทางการเงินของที่ปรึกษาการลงทุน ไว้เป็นพิเศษ
แต่ตามข้อบังคับที่ 206 (4)-4 ได้กำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนแจ้งข้อมูลให้ลูกค้าทราบเกี่ยวกับ
เหตุการณ์ต่างๆ ที่ผ่านมาในอดีตอันอาจส่งผลกระทบต่อฐานะทางการเงิน การปฏิบัติตามกฎหมาย
หรือวินัยของที่ปรึกษาการลงทุน โดยที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวให้ลูกค้าทราบ
ล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 48 ชั่วโมงก่อนที่จะตกลงทำสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน ทั้งนี้ ที่ปรึกษา
การลงทุนอาจใช้แบบคำขอจดทะเบียน (Form ADV) ในส่วนที่ 2 หรือเอกสารอื่นใดที่มีข้อมูล
ครบถ้วนตามที่กำหนดไว้ในข้อบังคับที่ 204-3 สำหรับการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว ในส่วนของ
เหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นภายหลังจากการเปิดเผยข้อมูลนั้น ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องแจ้งให้ลูกค้า
ของตนทราบโดยทันที นอกจากนี้หากที่ปรึกษาการลงทุนรับดูแลผลประโยชน์ในเงินทุนและ
หลักทรัพย์ให้ลูกค้าด้วย ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องแจ้งเรื่องราวต่างๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อ
ความสามารถในการปฏิบัติตามข้อตกลงในสัญญาหลักทรัพย์และก่อให้เกิดความเสียหายแก่
ลูกค้าได้

1.2.1.3 มาตรการทางกฎหมายเพื่อบังคับการให้เป็นไปตามกฎหมาย

1) มาตรการลงโทษของ SEC

เพื่อให้การประกาศใช้ IAA บรรลุวัตถุประสงค์ในการให้ความคุ้มครอง
แก่ประชาชน โดยเฉพาะผู้ลงทุน ดังนั้น IAA จึงได้กำหนดมาตรการต่างๆ เพื่อให้อำนาจแก่ SEC
ในการควบคุมและกำกับดูแลที่ปรึกษาการลงทุนให้ปฏิบัติตามบทบัญญัติของ IAA รวมถึงกฎ
ระเบียบ และคำสั่งที่ออกภายใต้ IAA ทั้งนี้ มาตรการต่างๆ ที่กำหนดมีดังต่อไปนี้

(1) ให้ SEC มีอำนาจสั่งปฏิเสธการรับจดทะเบียนที่ปรึกษาการลงทุนแก่
บุคคลที่ยื่นคำขอจดทะเบียนในกรณีที่ SEC เห็นว่าที่ปรึกษาการลงทุนขาดคุณสมบัติหรือมีเงื่อนไข
ไม่ครบตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 203 หรือ 203A อาทิเช่น มีเหตุให้ SEC สามารถระงับการดำเนิน
กิจการ หรือเพิกถอนการจดทะเบียนของที่ปรึกษาการลงทุนได้ตามมาตรา 203 (e) หรือที่ปรึกษา
การลงทุนมีสินทรัพย์ภายใต้การจัดการน้อยกว่า US \$ 25,000,000 หรือน้อยกว่าจำนวนที่ SEC
กำหนด

(2) ให้ SEC มีอำนาจวางข้อจำกัดในการดำเนินกิจการหรือหน้าที่หรือการดำเนินงาน หรือสั่งระงับการดำเนินกิจการเป็นระยะเวลาไม่เกิน 12 เดือน หรือสั่งเพิกถอนการจดทะเบียนของที่ปรึกษาการลงทุน หากพิจารณาจากหลักฐานและเปิดโอกาสให้ที่ปรึกษาการลงทุน ได้โต้แย้งแล้วเห็นว่าการสั่งของ SEC จะเป็นประโยชน์ต่อสาธารณะอันเนื่องมาจากพฤติกรรมของที่ปรึกษาการลงทุนหรือบุคคลใดที่เกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุนตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 203 (e) หรือบุคคลใดที่อยู่ในระหว่างการดำเนินการเพื่อเกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุนตามมาตรา 203 (f) ไม่ว่าจะเกิดขึ้นก่อนหรือหลังจากการเข้ามาเกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุน

(3) ให้ SEC มีอำนาจเพิกถอนการจดทะเบียนที่ปรึกษาการลงทุนที่ไม่ปรากฏตัวตนหรือไม่ได้ดำเนินการที่ปรึกษาการลงทุน⁵¹ หรือมีสินทรัพย์ ภายใต้การจัดการน้อยกว่า US \$ 25,000,000 หรือน้อยกว่าจำนวนที่ SEC กำหนด

(4) ให้ SEC มีอำนาจกำหนดโทษปรับทางแพ่ง (civil penalty) แก่บุคคลดังที่ระบุไว้ในข้อ 2 หากพิจารณาจากหลักฐานและเมื่อได้เปิดโอกาสให้บุคคลดังกล่าวโต้แย้งแล้วเห็นว่าบุคคลดังกล่าว

(ก) จงใจฝ่าฝืนบทบัญญัติของ the Securities Act of 1933, the Securities and Exchange Act of 1934, the Investment Company Act of 1940, the Investment Advisers Act of 1940 หรือระเบียบหรือข้อบังคับที่ออกตามความในกฎหมายดังกล่าว หรือ

(ข) จงใจช่วยเหลือ หรือสนับสนุน หรือให้คำปรึกษา หรือสั่งการ หรือชักนำ หรือดำเนินการให้บุคคลใดบุคคลหนึ่งฝ่าฝืนบทบัญญัตินี้ดังกล่าว หรือ

(ค) จงใจให้ข้อความอันเป็นเท็จ หรืออาจทำให้สำคัญผิดในสาระสำคัญ หรือละเว้นการแจ้งข้อความอันเป็นสาระสำคัญในแบบคำขอจดทะเบียนหรือรายงานที่ต้องยื่นต่อ SEC หรือ

(ง) ละเลยการกำกับดูแลมิให้บุคคลที่อยู่ภายใต้บังคับสั่งการของตนกระทำการใดๆ อันอาจเป็นการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติของ IAA หรือระเบียบ หรือข้อบังคับที่ออกตาม IAA

ทั้งนี้ โทษปรับทางแพ่งขั้นสูงที่ SEC อาจกำหนดแก่บุคคลดังกล่าวในแต่ละกรณีมีดังนี้

⁵¹ Section 203 (h) of Investment Advisers Act.

- กรณีทั่วไป ระวังโทษปรับทางแพ่งเป็นเงิน US \$ 5,000 สำหรับบุคคลธรรมดา และ US \$ 50,000 สำหรับบุคคลประเภทอื่น

- กรณีที่การกระทำหรือการละเว้นการกระทำเกี่ยวข้องกับการฉ้อฉล นื้อ โกง อำพรางให้หลงผิด หรือจงใจ หรือด้วยความประมาทเลินเล่อละเลยต่อบทบัญญัติหรือ ข้อบังคับแห่งกฎหมายต้องระวังโทษปรับทางแพ่งเป็นเงิน US \$ 50,000 สำหรับบุคคลธรรมดา และ US \$ 250,000 สำหรับบุคคลประเภทอื่น

- กรณีที่การกระทำหรือการละเว้นการกระทำเกี่ยวข้องกับการฉ้อฉล นื้อ โกง อำพรางให้หลงผิด หรือจงใจ หรือด้วยความประมาทเลินเล่อละเลยต่อบทบัญญัติหรือ ข้อบังคับแห่งกฎหมาย และการกระทำหรือละเว้นการกระทำดังกล่าวก่อให้เกิดความเสียหายอย่าง มีนัยสำคัญ หรือทำให้เกิดความเสียหายที่จะทำให้เกิดความเสียหายอย่างมีนัยสำคัญแก่บุคคลอื่น หรือ ก่อให้เกิดผลประโยชน์ทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญแก่บุคคลที่กระทำหรือละเว้นการกระทำดังกล่าว ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมต้องระวังโทษปรับทางแพ่งเป็นเงิน US \$ 100,000 สำหรับบุคคล ธรรมดาและ US \$ 500,000 สำหรับบุคคลประเภทอื่น⁵²

(5) ในกรณีที่ SEC ดำเนินกระบวนการพิจารณาที่อาจสั่งลงโทษปรับทาง แพ่งแก่บุคคลใดๆ ตามที่กล่าวมาข้างต้น SEC อาจสั่งให้บุคคลดังกล่าวแสดงบัญชีและคืนเงินที่ตน ได้รับพร้อมทั้งดอกเบี้ยให้แก่ผู้ลงทุนตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ SEC ประกาศกำหนด⁵³

(6) ในกรณีที่ SEC พิจารณาจากหลักฐานและเมื่อเปิดโอกาสให้ได้แย้ง แล้วเห็นว่าบุคคลใดฝ่าฝืนหรือกำลังจะฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติของ IAA หรือข้อบังคับที่ออกตามความ ใน IAA SEC อาจตีพิมพ์ข้อเท็จจริงดังกล่าวและสั่งให้บุคคลดังกล่าวระงับหรือเลิก (cease and desist order) การทำการอันเป็นการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติของ IAA หรือข้อบังคับที่ออกตามความใน IAA เป็นการชั่วคราวหรือถาวร และอาจสั่งให้บุคคลดังกล่าวปฏิบัติตามบทบัญญัติหรือข้อบังคับ ของ IAA ภายในเวลาที่ SEC กำหนดก็ได้⁵⁴ นอกจากนี้ SEC อาจสั่งให้บุคคลดังกล่าวแสดงบัญชี และคืนเงินที่ตน ได้รับพร้อมทั้งดอกเบี้ยให้แก่ผู้ลงทุนตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไขที่ SEC ประกาศ กำหนดก็ได้⁵⁵

⁵² Section 203 (i) of Investment Advisers Act.

⁵³ Section 203 (j) of Investment Advisers Act.

⁵⁴ Section 203 (k) of Investment Advisers Act.

⁵⁵ Section 203 (k) (5) of Investment Advisers Act.

(7) ในกรณีที่ SEC พบว่ามีบุคคลใดฝ่าฝืนบทบัญญัติใน IAA หรือข้อบังคับที่ออกตามความในกฎหมายดังกล่าว หรือฝ่าฝืนคำสั่งให้ระงับ หรือเลิกดำเนินการใดๆ ที่ SEC ออกตามความในมาตรา 203 (k) ของ IAA SEC อาจฟ้องร้องต่อศาลเพื่อให้มีคำสั่งลงโทษทางแพ่ง (civil penalty) โดยปรับบุคคลดังกล่าวตามอัตราดังต่อไปนี้

- กรณีทั่วไป (ก) ต้องระวางโทษปรับทางแพ่งเป็นเงิน US \$ 5,000 สำหรับบุคคลธรรมดา และ US \$ 50,000 สำหรับบุคคลประเภทอื่น หรือ (ข) จำนวนผลประโยชน์ทางการเงินรวมที่จำเลยได้รับอันเนื่องมาจากการฝ่าฝืนดังกล่าวแล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า

- กรณีที่การกระทำหรือละเว้นการกระทำเกี่ยวข้องกับการฉ้อฉลฉ้อโกง อำพรางให้หลงผิด หรือจงใจ หรือโดยความประมาทเลินเล่อละเลยต่อบทบัญญัติหรือข้อบังคับ (ก) ต้องระวางโทษปรับทางแพ่งเป็นเงิน US \$ 50,000 สำหรับบุคคลธรรมดา และ US \$ 250,000 สำหรับบุคคลประเภทอื่น หรือ (ข) จำนวนผลประโยชน์ทางการเงินรวมที่จำเลยได้รับอันเนื่องมาจากการฝ่าฝืนดังกล่าวแล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า

- กรณีที่การกระทำหรือละเว้นการกระทำเกี่ยวข้องกับการฉ้อฉลฉ้อโกง อำพรางให้หลงผิด หรือจงใจ หรือโดยประมาทเลินเล่อละเลยต่อบทบัญญัติหรือข้อบังคับ และการกระทำหรือละเว้นการกระทำดังกล่าวก่อให้เกิดความเสียหายอย่างมีนัยสำคัญแก่บุคคลอื่นหรือก่อให้เกิดผลประโยชน์ทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญแก่บุคคลที่กระทำการหรือละเว้นการกระทำนั้นไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม (ก) ต้องระวางโทษปรับทางแพ่งเป็นเงิน US \$ 100,000 สำหรับบุคคลธรรมดา และ US \$ 500,000 สำหรับบุคคลประเภทอื่น หรือ (ข) จำนวนผลประโยชน์ทางการเงินรวมที่จำเลยได้รับอันเนื่องมาจากการฝ่าฝืนดังกล่าวแล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า⁵⁶

ทั้งนี้ ระวังโทษปรับทางแพ่งขั้นสูงที่กำหนดไว้ในแต่ละชั้นเป็นระวางโทษต่อการฝ่าฝืนบทบัญญัติหรือข้อบังคับในแต่ละกรรม ซึ่งการฟ้องร้องให้ศาลลงโทษทางแพ่งนี้เป็นอำนาจที่ SEC หรืออัยการสูงสุด (Attorney General) มีเพิ่มเติมนอกเหนือจากอำนาจที่แต่ละหน่วยงานมีตามบทบัญญัติในมาตราอื่น⁵⁷

(8) ในกรณีที่ SEC เห็นว่าบุคคลใดกระทำการ หรือปฏิบัติการใด หรือกำลังกระทำการ หรือปฏิบัติการอันเป็นการฝ่าฝืนบทบัญญัติใน IAA หรือข้อบังคับที่ออกตามความใน IAA หรือเห็นว่าบุคคลใดช่วยเหลือหรือสนับสนุน หรือให้คำแนะนำ หรือสั่งการ หรือชักจูง

⁵⁶ Section 209 (e) (1) และ (2) of Investment Advisers Act.

⁵⁷ Section 209 (e) (3) (c) of Investment Advisers Act.

หรือดำเนินการด้วยประการใดๆ หรือกำลังจะดำเนินการเพื่อก่อให้เกิดการฝ่าฝืนกฎหมายหรือข้อบังคับดังกล่าว SEC อาจขอให้ศาลที่มีเขตอำนาจสั่งห้ามมิให้มีการกระทำหรือปฏิบัติการดังกล่าวเป็นการชั่วคราวหรือถาวร ทั้งนี้ SEC อาจมอบเรื่องให้อัยการสูงสุด (Attorney General) ดำเนินการแทนก็ได้⁵⁸

(9) ในกรณีที่บุคคลใดปฏิเสธไม่ให้ความร่วมมือหรือไม่ยอมดำเนินการตามหมายเรียกของ SEC ในการสืบสวนหรือดำเนินกระบวนการพิจารณาเกี่ยวกับการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติของ IAA หรือข้อบังคับที่ออกตามความในกฎหมายดังกล่าว SEC อาจขอให้ศาลที่มีเขตอำนาจมีคำสั่งให้บุคคลดังกล่าวดำเนินการตามที่ SEC ร้องขอ และสั่งลงโทษบุคคลดังกล่าวโดยระวางโทษปรับไม่เกิน US \$ 1,000 หรือจำคุกไม่เกิน 1 ปี หรือทั้งจำทั้งปรับ นอกจากนี้ในกรณีที่ฝ่าฝืนคำสั่งศาล ศาลอาจลงโทษบุคคลดังกล่าวในความผิดฐานหมิ่นศาลอีกต่างหาก⁵⁹

(10) นอกจากโทษปรับทางแพ่งแล้วผู้กระทำความผิดอาจต้องรับโทษทางอาญาอีกต่างหาก ในกรณีที่บุคคลดังกล่าวจงใจฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติของ IAA หรือข้อบังคับที่ออกตามความใน IAA โดย SEC อาจส่งเรื่องไปที่แก่กระทรวงยุติธรรมเพื่อดำเนินคดีทางอาญาซึ่งมีระวางโทษปรับทางอาญาไม่เกิน US \$ 10,000 หรือจำคุกไม่เกิน 5 ปี หรือทั้งจำทั้งปรับ⁶⁰

2) สิทธิทางแพ่งของผู้เสียหาย

ในกรณีของ IAA ไม่ได้กำหนดให้สิทธิทางแพ่งแก่ลูกค้าของที่ปรึกษาการลงทุนในการฟ้องเรียกค่าเสียหายจากที่ปรึกษาการลงทุนอันเป็นผลเนื่องมาจากการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติแห่ง IAA สำหรับกรณีดังกล่าวยังคงมีข้อถกเถียงทางกฎหมายว่าการให้สิทธิทางแพ่งแก่ผู้เสียหายในการฟ้องเรียกค่าเสียหายตามบทบัญญัติแห่ง IAA นั้นเหมาะสมหรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนได้กระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติในมาตรา 206 ของ IAA ซึ่งเป็นข้อกำหนดเกี่ยวกับการป้องกันการกระทำอันมีลักษณะเป็นการฉ้อฉล อย่างไรก็ตาม ข้อถกเถียงดังกล่าวได้รับการวินิจฉัยจากศาลสูง (Supreme Court) ของประเทศสหรัฐอเมริกาในปี

⁵⁸ Section 209 (d) of Investment Advisers Act.

⁵⁹ Section 209 (c) of Investment Advisers Act.

⁶⁰ Section 217 of Investment Advisers Act.

ค.ศ. 1979 ซึ่งเป็นคดีระหว่าง Transamerica Mortgage Advisors, Inc. (TAMA), et al, V. Lewis⁶¹ ด้วยคะแนนเสียง 5 ต่อ 4 โดยศาลได้วินิจฉัยว่า IAA ไม่ได้ให้สิทธิทางแพ่งแก่ผู้เสียหายที่จะฟ้องร้องในศาลสหรัฐเพื่อเรียกค่าเสียหายจากการฝ่าฝืนบทบัญญัติมาตรา 206 ของ IAA ของที่ปรึกษาการลงทุน เว้นแต่เพียงสิทธิที่จะกล่าวอ้างความเป็น โฆษะแห่งสัญญาการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามมาตรา 215 ของ IAA และการขอให้ศาลสั่งให้คู่สัญญากลับคืนสู่ฐานะเดิมนั้นคือ การคืนเงินค่าตอบแทนที่ลูกค้าได้ให้ไว้กับที่ปรึกษาการลงทุนหักมูลค่าของการบริการที่ได้รับจากที่ปรึกษาการลงทุน แต่ไม่รวมถึงค่าชดเชยมูลค่าของสินทรัพย์ของลูกค้าที่ต่ำลงเนื่องจากการกระทำหรือละเว้นการกระทำของที่ปรึกษาการลงทุน ทั้งนี้ ศาลได้ให้เหตุผลว่า เนื่องจากมาตรา 215 กำหนดให้สัญญาที่สร้างขึ้น โดยฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติแห่ง IAA ตกเป็น โฆษะ ดังนั้น ผู้เสียหายจึงอาศัยความเป็น โฆษะแห่งสัญญาขอให้ศาลยกเลิกหรือมีคำสั่งให้ยุติการปฏิบัติการตามสัญญาหรือให้มีกรชดใช้ค่าตอบแทนคืนเพื่อให้คู่สัญญากลับคืนสู่ฐานะเดิมได้ หรือในอีกแง่หนึ่งมาตรา 206 ของ IAA เป็นเพียงบทบัญญัติที่ห้ามที่ปรึกษาการลงทุนกระทำการตามที่กฎหมายบัญญัติไว้ และไม่ได้ก่อให้เกิดทางเลือกในการฟ้องร้องให้ที่ปรึกษาการลงทุนต้องมีความรับผิดชอบทางแพ่ง ดังนั้น จึงไม่ได้ก่อให้เกิดสิทธิในการฟ้องร้องที่ปรึกษาการลงทุนเพื่อเยียวยาความเสียหายที่เกิดขึ้นแก่ผู้เสียหายด้วย อย่างไรก็ตาม ในคดี Laird V. Integrated Resources Co. ปี ค.ศ. 1990⁶² ในแง่ของนักลงทุนที่ได้รับ ความเสียหายจากการให้คำแนะนำการลงทุนในลักษณะที่เป็นการฉ้อฉลนั้นอาจเรียกค่าเสียหายอันเนื่องมาจากการฉ้อฉลด้วยการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ได้ตามบทบัญญัติแห่ง Securities Exchange Act of 1934 เนื่องจากที่ปรึกษาการลงทุนได้กระทำการอันเป็นการละเมิดต่อข้อบังคับที่ 10b-5 ซึ่งยอมรับต่อหลักการ “หน้าที่สุจริตอย่างยิ่ง” (utmost good faith) ในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์แก่ผู้รับคำแนะนำการลงทุน ทั้งนี้ การใช้สิทธิฟ้องคดีโดยอาศัยข้อบังคับที่ 10b-5 นี้ ผู้เสียหายต้องนำสืบให้ปรากฏชัดว่าผู้ให้คำแนะนำการลงทุนได้รู้ว่าข้อมูลที่ใช้นั้นแนะนำในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ไม่เป็นความจริงหรือเกินจริงจนทำให้เกิดความเข้าใจผิดหรือผู้ให้คำแนะนำกระทำโดยปราศจากความระมัดระวังในเรื่องความมีอยู่จริงหรือความเป็นเท็จของข้อมูล

⁶¹ 444 U.S. 11 (1979)

⁶² 897 F.2d 826 (5th Cir. 1990).

3) การกำกับดูแลและตรวจสอบการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุน นอกจาก IAA จะได้ให้อำนาจแก่ SEC ในการกำหนดมาตรการลงโทษแก่ที่ปรึกษาการลงทุนที่กระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติของ IAA แล้วยังกำหนดให้ SEC มีอำนาจในการกำกับดูแลและตรวจสอบการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุน โดยอาศัยอำนาจตามบทบัญญัติในมาตรา 204 ของ IAA ซึ่งกำหนดให้เจ้าหน้าที่ของ SEC สามารถตรวจสอบรายงานและหลักฐานต่างๆ ที่ที่ปรึกษาการลงทุนได้จัดทำและเก็บรักษาไว้ตามที่กำหนดใน IAA ตามกำหนดระยะเวลาตรวจสอบหรือด้วยการตรวจสอบในโอกาสพิเศษ ทั้งนี้ ในเวลาใดๆ หรือเป็นครั้งคราวตามที่ SEC เห็นสมควรหรือจำเป็นเพื่อประโยชน์ของสาธารณะหรือเพื่อการคุ้มครองนักลงทุน⁶³

วัตถุประสงค์ของการตรวจสอบตามความในมาตรานี้ก็เพื่อให้เกิดความแน่ใจว่าที่ปรึกษาการลงทุนได้ดำเนินกิจการเป็นไปตามรายละเอียดที่เปิดเผยไว้ในแบบคำขอจดทะเบียน (Form ADV) และได้ปฏิบัติตามบทบัญญัติแห่ง IAA รวมถึงกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์อื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ การตรวจสอบตามความในมาตรา 204 นี้ เจ้าหน้าที่ของ SEC สามารถกระทำได้โดยไม่ต้องออกหมายค้นโดยแบ่งได้เป็น 2 กรณี คือ

(1) กรณีตรวจสอบตามปกติ เป็นการตรวจสอบที่เจ้าหน้าที่ของ SEC กระทำอย่างสม่ำเสมอและเป็นประจำ ซึ่งตามรายงานของ GAO โดยเฉลี่ย SEC จะเข้าตรวจสอบที่ปรึกษาการลงทุนทุกๆ 3 ปีนับแต่การจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนมีผลใช้บังคับ⁶⁴ ทั้งนี้ การตรวจสอบในกรณีดังกล่าวเจ้าหน้าที่ของ SEC จะกระทำ ณ สถานที่อันเป็นสำนักงานของที่ปรึกษาการลงทุน โดยจะทำการตรวจสอบอย่างละเอียดโดยเนื้อหาของตรวจสอบจะเน้นที่การตรวจสอบบัญชีและรายงานที่ที่ปรึกษาการลงทุนจัดทำไว้ตามที่ IAA กำหนด รวมถึงการตรวจสอบเอกสารการขายและการโฆษณา กิจกรรมการลงทุน ความสัมพันธ์และข้อตกลงระหว่างที่ปรึกษาการลงทุนกับลูกค้าและบริษัทในเครือ นโยบายเกี่ยวกับการป้องกันการนำสารสนเทศที่ยังไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนไปใช้ในทางที่มิชอบ การได้รับผลประโยชน์ตอบแทนในรูปแบบของรายงานหรือบทวิเคราะห์เกี่ยวกับหลักทรัพย์จากนายหน้าหลักทรัพย์ด้วยการให้

⁶³ Section 204 of Investment Advisers Act.

⁶⁴ GAO Report, Investment Advisers - Current Level of Oversight Puts Investors at Risk, GAO/GGD-90-83 (June 26, 1990).

นายหน้าค้าหลักทรัพย์ดังกล่าวทำธุรกรรมเกี่ยวกับหลักทรัพย์ให้แก่ลูกค้าของตน (soft dollar arrangement) แนวทางการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การคำนวณค่าตอบแทนจากผลการดำเนินงาน การได้รับค่าตอบแทนแบบรวบยอด (wrap fee program) และการควบคุมภายในของที่ปรึกษาการลงทุน นอกจากการตรวจสอบเอกสารดังกล่าวแล้วเจ้าหน้าที่ของ SEC จะทำการสัมภาษณ์พนักงานของที่ปรึกษาการลงทุนด้วย

(2) การตรวจสอบในกรณีที่มีเหตุ (for cause inspection) เป็นการตรวจสอบในกรณีที่ SEC เชื่อว่าที่ปรึกษาการลงทุนอาจกระทำการอันเป็นการฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติหรือข้อบังคับของ IAA ซึ่งอาจเป็นกรณีที่เกิดจากการร้องทุกข์กล่าวโทษของลูกค้าหรือมีการกล่าวถึงการดำเนินงานที่ผิดปกติของที่ปรึกษาการลงทุน

เมื่อเจ้าหน้าที่ของ SEC ทำการตรวจสอบเสร็จแล้ว หากเจ้าหน้าที่ของ SEC ตรวจพบความบกพร่องในการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุน เจ้าหน้าที่ของ SEC จะมีหนังสือที่เรียกว่า “deficiency letter” ออกไปถึงที่ปรึกษาการลงทุนเพื่อแจ้งความบกพร่องที่ตรวจพบ ทั้งนี้ ที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องแจ้งต่อเจ้าหน้าที่ของ SEC ถึงมาตรการที่จะดำเนินการเพื่อแก้ไขข้อบกพร่องดังกล่าว อนึ่ง ในกรณีที่เจ้าหน้าที่ของ SEC ตรวจสอบแล้วพบว่าที่ปรึกษาการลงทุนฝ่าฝืนต่อบทบัญญัติหรือข้อบังคับของ IAA ในสาระสำคัญ เจ้าหน้าที่อาจส่งเรื่องผ่านไปยัง Division of Enforcement เพื่อทำการสอบสวนอย่างเป็นทางการต่อไป ซึ่งอาจนำไปสู่การลงโทษตามบทบัญญัติของกฎหมายที่เกี่ยวข้องได้

4) การเสนอกฎหมายเพื่อจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองของที่ปรึกษาการลงทุน

ในประเด็นเกี่ยวกับการขาดประสิทธิภาพในการควบคุมและกำกับดูแลให้ที่ปรึกษาการลงทุนปฏิบัติตามกฎหมาย และการให้ความคุ้มครองแก่ประชาชนที่ประสงค์จะลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ได้รับการพิจารณาอย่างกว้างขวางจากสภาคองเกรสและ SEC ทั้งนี้ SEC ได้เสนอให้สภาคองเกรสออกกฎหมายเพื่อให้อำนาจแก่องค์กรกำกับดูแลตนเอง (self-regulatory organizations) องค์กรใดองค์กรหนึ่งหรือหลายองค์กรร่วมกันในการสร้างมาตรฐานและกำหนดคุณสมบัติของผู้ที่ประสงค์จะเข้ามาประกอบธุรกิจการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน รวมถึงการรับจดทะเบียนที่ปรึกษาการลงทุนและการดำเนินการกำกับดูแลและตรวจสอบการดำเนินงานของ

ที่ปรึกษาการลงทุน⁶⁵ แต่ก็ได้เพิกถอนข้อเสนอดังกล่าวด้วยเหตุผลที่ว่า SEC ยังไม่พร้อมที่จะปฏิบัติตามข้อเสนอดังกล่าว เนื่องจากยังไม่ได้ทำการศึกษาและพิจารณากำหนดในเรื่องสถานะขององค์กรกำกับดูแลตนเองของที่ปรึกษาการลงทุนแต่อย่างใด นอกจากนี้ยังมีปัญหาเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเองอีกด้วย อย่างไรก็ตามหากข้อเสนอของ SEC ในเรื่องดังกล่าวผ่านการพิจารณาจากสภาองเกรสจะสามารถครอบคลุมประเด็นดังต่อไปนี้

- (1) การสร้างมาตรฐานความรับผิดชอบด้านฐานะทางการเงินของที่ปรึกษาการลงทุน
- (2) การจัดเก็บค่าธรรมเนียมให้ครอบคลุมถึงค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลตนเอง
- (3) การสร้างมาตรฐานขั้นต่ำเกี่ยวกับคุณสมบัติของที่ปรึกษาการลงทุนในเรื่องประสบการณ์ การฝึกอบรม และการศึกษาของที่ปรึกษาการลงทุนจดทะเบียน⁶⁶

1.2.2 กฎหมายในระดับมลรัฐ

นอกจากกฎหมายในระดับรัฐบาลกลาง Investment Advisers Act แล้ว ในมลรัฐแต่ละมลรัฐจะมีกฎหมายควบคุมและกำกับดูแลการดำเนินกิจการของที่ปรึกษาการลงทุนอีกชั้นหนึ่ง โดยในแต่ละมลรัฐจะมีอำนาจกำหนดให้บุคคลที่ดำเนินกิจการให้บริการคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ในมลรัฐของตนหรือให้แก่ผู้มีถิ่นที่อยู่ในมลรัฐของตนต้องจดทะเบียนในมลรัฐนั้น* กฎหมายที่กำกับที่ปรึกษาการลงทุนในระดับมลรัฐส่วนใหญ่จะมีมาตรการในทำนองเดียวกับ IAA โดยอาจมีรายละเอียดบางประการที่แตกต่างไปจาก IAA บ้าง อาทิเช่น การกำหนดให้ ที่ปรึกษาการลงทุนที่รับดูแลผลประโยชน์ในเงินทุนและหลักทรัพย์ให้แก่

⁶⁵ Investment Adviser Self-Regulation Act, H.R. 3054, 101st Cong., 1st Sess. (1989).

⁶⁶ GAO Report, Investment Advisers - Current Level of Oversight Puts Investors at Risk, GAO/GGD-90-83 at 30 (June 26, 1990).

* ในปี ค.ศ. 1997 มีมลรัฐทั้งสิ้น 46 มลรัฐ รวมถึง District of Columbia และ Puerto Rico ที่มีกฎหมายกำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนต้องจดทะเบียนในมลรัฐของตน หากที่ปรึกษาการลงทุนดังกล่าวดำเนินกิจการให้คำปรึกษาการลงทุนในมลรัฐนั้นๆ (Release No. IA-1633 หน้า 7) ทั้งนี้ มลรัฐที่ยังไม่มีกฎหมายกำกับการดำเนินกิจการของที่ปรึกษาการลงทุน ได้แก่ Colorado, Iowa, Ohio และ Wyoming (เชิงอรรถที่ 7 ของ Release No. IA-1633 หน้า 7)

ลูกค้าต้องดำรงเงินกองทุนขั้นต่ำ หรือการกำหนดให้ลูกจ้างของที่ปรึกษาการลงทุนจดทะเบียนต้องจดทะเบียนในฐานะเป็นตัวแทนหรือผู้แทนของที่ปรึกษาการลงทุนแยกต่างหากอีกด้วย ทั้งนี้ กฎข้อบังคับในการควบคุมและกำกับดูแลที่ปรึกษาการลงทุนของมลรัฐต่างๆ ส่วนใหญ่จะได้รับอิทธิพลมาจาก the Uniform Securities Act of 1956 โดยแต่ละมลรัฐจะนำกฎหมายดังกล่าวมาใช้เป็นต้นแบบในการร่างกฎหมาย อย่างไรก็ตามในแต่ละมลรัฐจะมีรูปแบบของกฎหมายที่แตกต่างออกไปตามลักษณะ โครงสร้างของตลาดทุนและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจของมลรัฐตน ทั้งนี้ แนวโน้มของการใช้กฎหมายเพื่อคุ้มครองผู้ลงทุนในระดับมลรัฐนี้ ได้มีองค์กรชื่อ The North America Securities Administrators Association (NASAA) อันประกอบด้วยผู้กำหนดกฎเกณฑ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์จาก 65 เขตในสหรัฐอเมริกา เปอโตริโก แคนนาดา และแม็กซิโก ทำการศึกษาและเสนอแนวทางกฎหมายเอกรูปในระดับมลรัฐ (Uniform State Law) ซึ่งแก้ไข The Uniform Securities Act โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะแก้ปัญหาที่เกิดจากการลงทุนที่ผู้ลงทุนต้องเสียหายเพราะการแนะนำการลงทุนที่ผิดกฎหมาย และขยายขอบเขตการเรียกค่าเสียหาย โดยกำหนดว่าผู้ลงทุนที่ได้รับ ความเสียหายสามารถฟ้องคดีแพ่งเรียกค่าเสียหายได้นอกเหนือจากการฟ้องคดีตามหลักทั่วไปในกฎหมาย Common Law แล้ว โดยผู้เสียหายเพียงนำสืบพิสูจน์ข้อเท็จจริงว่ามีการหลอกลวงโดยใช้ ข้อมูลเท็จ และข้อมูลดังกล่าวอาจทำให้ผู้เสียหายเชื่อถือข้อมูลนั้น โดยไม่ต้องพิสูจน์ข้อเท็จจริงว่า มีการหลงเชื่อหรือไม่ นอกจากนี้ในกรณีที่มีการกระทำใดๆ อันเป็นการฝ่าฝืนข้อห้ามตาม กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ ผู้เสียหายเพียงนำสืบว่ามีการกระทำอันเป็นการฝ่าฝืนเท่านั้นก็เพียงพอ แล้วไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ถึงเจตนาหรือความประมาทเลินเล่อในการกระทำดังกล่าว และในประเด็น เรื่องค่าเสียหายผู้เสียหายมีสิทธิเรียกค่าเสียหายใดๆ อันเกิดจากการแนะนำที่ส่งผลเสียหายตลอดจน ดอกเบี้ยในจำนวนค่าเสียหายนับแต่วันที่ผู้เสียหายได้ชำระค่าตอบแทนตามสัญญา รวมทั้งค่าใช้จ่าย ที่สมควรในการว่าจ้างทนายความ ทั้งนี้ เมื่อหักส่วนที่เป็นรายได้อันเกิดจากการลงทุนตาม คำแนะนำออกแล้ว

เนื่องจากการพัฒนาธุรกิจกองทุนรวมทั้งขยายตัวอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970-1996 รวมถึงการเพิ่มขึ้นของนักลงทุนรายย่อยและเกิดทางเลือกในการลงทุนใหม่ๆ ที่มีลักษณะซับซ้อน ส่งผลให้จำนวนที่ปรึกษาการลงทุนที่จดทะเบียนต่อ SEC ในประเทศสหรัฐอเมริกาจากปี ค.ศ. 1980-1996 เพิ่มขึ้นถึง 5 เท่า รวมเป็นจำนวนทั้งสิ้น 22,500 ราย โดยส่วนใหญ่จะทำงานในบริษัท ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทที่ให้คำปรึกษาการลงทุนขนาดเล็ก ดังนั้น เพื่อเป็นการลดภาระ ความรับผิดชอบในการควบคุมและกำกับดูแลที่ปรึกษาการลงทุนของ SEC และเป็นการแก้ปัญหา เกี่ยวกับการกำกับดูแลที่ซับซ้อน ในปี ค.ศ. 1996 จึงได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลง IAA โดย

The Investment Advisers Supervision Coordination Act* (“Coordination Act”) ซึ่งมีผลใช้บังคับตั้งแต่วันที่ 8 กรกฎาคม ปี ค.ศ. 1997 เป็นต้นไป โดยแบ่งแยกอำนาจการจดทะเบียนที่ปรึกษาการลงทุนระหว่าง United States Securities and Exchange Commission (“US-SEC”) และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของมลรัฐ โดยกำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนที่มีวงเงินสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการของคณน้อยกว่า 25 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และไม่ได้เป็นที่ปรึกษาการลงทุนให้แก่บริษัทจัดการลงทุนที่จดทะเบียนตาม Investment Company Act of 1940 ต้องจดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของมลรัฐอันเป็นที่ตั้งของสำนักงานใหญ่และสถานประกอบการ และกำหนดให้ที่ปรึกษาการลงทุนที่ไม่เข้าเงื่อนไขข้างต้นอยู่ในบังคับการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตาม IAA** ทั้งนี้ การแบ่งแยกอำนาจการจดทะเบียนดังกล่าวเป็นการแบ่งแยกโดยเด็ดขาดโดย US-SEC จะไม่รับจดทะเบียนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนให้แก่ที่ปรึกษาการลงทุนที่อยู่ในขอบอำนาจการจดทะเบียนของมลรัฐ และคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของมลรัฐก็จะใช้กฎหมายของมลรัฐในส่วนที่เกี่ยวกับการจดทะเบียน หรือการให้ใบอนุญาตบังคับแก่ที่ปรึกษาการลงทุนที่อยู่ในบังคับการจดทะเบียนตาม IAA ไม่ได้ อนึ่ง ข้อจำกัดอำนาจของมลรัฐนี้ยังครอบคลุมถึงผู้ที่ไม่อยู่ในข่ายของการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตามคำนิยาม “Investment Advisers” ของ IAA และผู้ที่ได้รับการยกเว้นจากการจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตาม IAA ด้วย อย่างไรก็ตามแม้จะมีข้อจำกัดอำนาจของมลรัฐในการบังคับใช้กฎหมายในส่วนที่เกี่ยวกับการจดทะเบียนหรือการให้ใบอนุญาตแก่ที่ปรึกษาการลงทุน แต่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของมลรัฐก็ยังคงไว้ซึ่งอำนาจในการตรวจสอบและลงโทษผู้กระทำผิดในความผิดที่เกี่ยวกับการฉ้อฉล (Fraud) และการฉ้อโกง (Deceit) ของที่ปรึกษาการลงทุนหรือบุคคลที่มีส่วนร่วมในการกระทำผิดที่มีการดำเนินกิจการในมลรัฐของตน

* The Investment Advisers Supervision Coordination Act ปรากฏเป็น Title III ของ The National Securities Market Improvement Act of 1996.

** US-SEC ได้ออกข้อบังคับที่ 275.203A-5 กำหนดวงเงินสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการลงทุนของที่ปรึกษาการลงทุนที่ต้องจดทะเบียนต่อ US-SEC ให้สูงขึ้นเป็น 30 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา และกำหนดให้เป็นดุลพินิจของที่ปรึกษาการลงทุนที่จะจดทะเบียนต่อ US-SEC หรือไม่ได้ สำหรับที่ปรึกษาการลงทุนที่มีวงเงินสินทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การจัดการลงทุนของคณตั้งแต่ 25 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกาสู่ 30 ล้านดอลลาร์สหรัฐอเมริกา

1.2.3 กฎหมายอื่นๆ

นอกจาก IAA และกฎหมายที่กำกับการดำเนินธุรกิจการเป็นที่ปรึกษาการลงทุนในระดับมรัฐแล้ว ที่ปรึกษาการลงทุนอาจต้องอยู่ภายใต้ข้อบังคับของกฎหมายอื่นๆ อีก อาทิเช่น ในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนได้เข้าไปเกี่ยวข้องกับกำกับการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทอื่น ที่ปรึกษาการลงทุนนั้นก็ต้องอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายหลักทรัพย์ที่ควบคุมและกำกับดูแลการดำเนินธุรกิจหลักทรัพย์นั้นๆ นั่นคือ หากที่ปรึกษาการลงทุนดำเนินธุรกิจนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุนดังกล่าวก็ต้องจดทะเบียนเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ตาม Securities Exchange Act of 1934 หรือในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนมีลูกค้าเป็นบริษัทจัดการกองทุนรวม (Investment Companies) สัญญาที่ทำงานระหว่างบริษัทจัดการกองทุนรวมและที่ปรึกษาการลงทุนจะต้องดำเนินการตาม Investment Company Act of 1940 ด้วย หรือในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนให้คำปรึกษาการลงทุนในตราสารหรืออนุพันธ์ด้วยก็ต้องอยู่ภายใต้บังคับของ Commodity Exchange Act of 1974 และจดทะเบียนเป็นที่ปรึกษาการลงทุนตาม Commodity Exchange Act of 1974 เป็นต้น นอกจากนี้ในกรณีที่ปรึกษาการลงทุนไม่ว่าโดยจงใจหรือประมาทเลินเล่อก่อให้เกิดความเสียหายแก่ลูกค้าหรือบุคคลที่จะเป็นลูกค้าของที่ปรึกษาการลงทุน ซึ่งความเสียหายดังกล่าวเกิดจากการให้คำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุนนั้นอาจต้องมีความรับผิดชอบตามกฎหมายอื่นๆ ของประเทศสหรัฐอเมริกาทั้งที่เป็นกฎหมายในระดับรัฐบาลกลางและกฎหมายในระดับมรัฐ โดยอาศัยหลักความรับผิดในระบบกฎหมายจารีตประเพณีที่เรียกว่า หลักความรับผิดทางละเมิด หลักความรับผิดทางสัญญา ความรับผิดเพราะผิดหลักที่ควรปฏิบัติ ที่เรียกว่า malpractice ความรับผิดเพราะผิดหน้าที่ที่ได้รับความไว้วางใจที่เรียกว่า breach of fiduciary duty หรือความรับผิดเพราะประมาทเลินเล่อในการทำแทน และการฉ้อโกง นอกจากนี้ที่ปรึกษาการลงทุนอาจมีความรับผิดภายใต้กฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ทั้งในระดับรัฐบาลกลางและในระดับมรัฐอีกด้วย อาทิเช่น The Securities Act of 1933 หรือ The Securities and Exchange Act of 1934 เป็นต้น

1.3 ผลบังคับของ Investment Advisers Act ที่มีต่อที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศ

IAA จะใช้บังคับแก่ที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศได้นั้นต้องปรากฏว่า ผลของการดำเนินกิจกรรมของที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศส่วนใหญ่จะต้องเกิดในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ว่าที่ปรึกษาการลงทุนจะดำเนินกิจกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกาหรือดำเนินกิจกรรมในต่างประเทศ

ก็ตามนั้นคือ หลักการพิจารณาจะตั้งอยู่บนหลักการพิจารณาลักษณะการกระทำและผลแห่งการกระทำ (conduct and effects test) ในกรณีดังกล่าวบทบัญญัติในส่วนที่เป็นสารบัญญัติของ IAA จะไม่ใช่บังคับแก่ที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศที่จดทะเบียนตาม IAA หากที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศดังกล่าวให้คำแนะนำแก่ลูกค้าที่ไม่ใช่ชาวอเมริกัน อย่างไรก็ตามที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศที่จดทะเบียนยังคงต้องจัดทำและเก็บรักษาสมุดบัญชีและรายงานเพื่อการตรวจสอบเช่นเดียวกับที่ปรึกษาการลงทุนของสหรัฐอเมริกา และต้องให้ความร่วมมือในการให้ข้อมูลตามที่เจ้าหน้าที่ SEC สอบถาม เนื่องจากการกระทำดังกล่าวอาจมีผลกระทบต่อลูกค้าชาวอเมริกันหรือตลาดทุนในสหรัฐอเมริกา

เมื่อที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศได้จดทะเบียนกับ SEC ภายใต้บังคับของ IAA แล้ว หากได้ดำเนินกิจกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของ IAA อย่างไรก็ตามในความเห็นของ SEC นั้นนอกจาก IAA จะมีผลบังคับต่อการดำเนินกิจกรรมทั้งหลายของที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศในประเทศสหรัฐอเมริกาแล้วยังมีผลบังคับต่อการดำเนินกิจกรรมใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศด้วย โดยที่ปรึกษาการลงทุนต่างประเทศที่จดทะเบียนกับ SEC และดำเนินกิจกรรมใดๆ กับกลุ่มลูกค้าในต่างประเทศจะต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดของ IAA ในเรื่องดังต่อไปนี้

- (1) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดส่งเอกสารสำหรับการเปิดเผยข้อมูล
- (2) ข้อจำกัดในการเรียกค่าตอบแทนการเป็นที่ปรึกษาการลงทุน โดยคำนวณจากผลการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุน (Performance fees)
- (3) การห้ามมิให้ตกลงกับลูกค้าโดยกำหนดให้ลูกค้าไม่สามารถเรียกคืนค่าตอบแทนได้
- (4) การจำกัดขอบเขตการดำเนินกิจกรรมที่สำคัญๆ ระหว่างลูกค้าของที่ปรึกษาการลงทุนกับที่ปรึกษาการลงทุน หรือบุคคลที่เกี่ยวข้องกับที่ปรึกษาการลงทุน
- (5) ข้อห้ามทั่วไปเพื่อป้องกันการกระทำอันเป็นการฉ้อฉล และ
- (6) ข้อกำหนดเกี่ยวกับการจัดทำและเก็บรักษาสมุดบัญชีและรายงานเพื่อการกำกับดูแลและตรวจสอบการดำเนินงานของที่ปรึกษาการลงทุน⁶⁷

⁶⁷ Edward F. Greene, Alan L. Beller, George M. Cohen, Edward J. Rosen & Manley O. Hudson, Jr., US. Regulation of the International Securities Markets : A Guide for Domestic and Foreign Issuers and Intermediaries, pp. 494-495.

2. มาตรการทางกฎหมายในการควบคุมและกำกับดูแลผู้ให้คำปรึกษาเกี่ยวกับการลงทุนในประเทศอังกฤษ

2.1 ความเป็นมาของกฎหมายเกี่ยวกับการคุ้มครองผู้ลงทุนในหลักทรัพย์

ในประเทศอังกฤษได้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งแรก ณ กรุงลอนดอน ได้แก่ Royal Exchange และเริ่มดำเนินการตั้งแต่วันที่ 23 มกราคม ค.ศ. 1571 โดยการซื้อขายในระยะแรกนั้นไม่ค่อยคลั่งคลั่งเท่าไรนักอีกทั้งยังจำกัดเพียงด้านสินค้าและหลักทรัพย์รัฐบาลเท่านั้น ภาวะตลาดหุ้นที่เฟื่องฟูของประเทศอังกฤษเกิดขึ้นครั้งแรกในปี ค.ศ. 1693 หลังจากนั้น 2 ปีได้เกิดวิกฤตการณ์ตามมาอันเนื่องมาจากการปั่นหุ้นและการเก็งกำไรส่งผลให้รัฐสภาอังกฤษออกพระราชบัญญัติในปี ค.ศ. 1697 เพื่อลดจำนวนนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ลงเหลือจำนวน 100 คน พร้อมทั้งกำหนดมาตรการควบคุมการปฏิบัติงานและลงโทษเมื่อมีการฝ่าฝืน อย่างไรก็ตามกฎหมายฉบับนี้ไม่ได้มีการบังคับใช้อย่างเคร่งครัดอีกทั้งยังไม่เป็นที่ยอมรับของนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จำนวนมาก ดังจะปรากฏว่ามีนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ประเภทไม่ได้รับอนุญาตจากทางการจำนวนหนึ่งได้แยกตัวออกจาก Royal Exchange มาดำเนินธุรกิจซื้อขายหลักทรัพย์กันเองตามร้านกาแฟต่างๆ บนถนนสาย Exchange Alley ซึ่งในเวลาต่อมาได้กลายเป็นศูนย์กลางซื้อขายหลักทรัพย์สำคัญของลอนดอนนั่นเอง จากเหตุการณ์ดังกล่าวทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงศตวรรษที่ 18 ในลอนดอนนั้นเกิดการกระจัดกระจายไม่รวมกัน ดังนั้น ในปี ค.ศ. 1801 จึงได้ทำการสร้างที่ทำการถาวรเพื่อรวมการซื้อขายไว้ในที่แห่งเดียวกัน ทั้งนี้ ตลาดหลักทรัพย์ที่สร้างขึ้นใหม่นี้มีชื่อว่า London Stock Exchange โดยตั้งอยู่ ณ บริเวณ Chapel Court ซึ่งในเวลาต่อมาจนถึงปลายศตวรรษที่ 19 ก็ได้กลายเป็นตลาดหุ้นที่คลั่งคลั่งและสำคัญที่สุดในโลก⁶⁸

การปฏิรูปโครงสร้างธุรกิจหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ในลอนดอน หรือที่เรียกกันในวงการธุรกิจการเงินและหลักทรัพย์ว่า Big Bang นั้นเกิดขึ้นในปี ค.ศ. 1986 วัตถุประสงค์สำคัญของการปฏิรูปโครงสร้างธุรกิจหลักทรัพย์ในช่วงดังกล่าวก็คือ เพื่อเป็นการส่งเสริมสนับสนุนให้ธุรกิจค้าหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ เป็นไปอย่างเสรีและมีประสิทธิภาพมากขึ้น อีกทั้งเป็นการเปิดโอกาส

⁶⁸ สมชาย ภคภาสน์วิวัฒน์, “กำเนิดตลาดหุ้นโลก (ตอนจบ),” จุลสารซิกโก้ 2 ฉบับที่ 86 ประจำวันที่

ให้ธนาคารและบริษัทค้าหลักทรัพย์ต่างชาติเข้ามาประกอบธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษอย่างกว้างขวาง⁶⁹ ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญๆ ในช่วงเวลาดังกล่าวมีดังนี้⁷⁰

1. การยกเลิกข้อจำกัดการถือหุ้นของชาวต่างชาติในบริษัทหลักทรัพย์ และอนุญาตให้สถาบันการเงินต่างประเทศเข้าเป็นสมาชิกในตลาดหลักทรัพย์ได้โดยตรง
2. การยกเลิกวิธีการกำหนดค่าธรรมเนียมในการเป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์แบบอัตราคงที่ (Fixed Commission) โดยเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนกับบริษัทนายหน้าค้าหลักทรัพย์เจรจาต่อรองอัตราค่าธรรมเนียมได้ตามความสมัครใจ เพื่อเป็นการจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาดำเนินธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอนมากขึ้น และยกเลิกการแบ่งหน้าที่ระหว่างนายหน้า (Broker) กับพ่อค้าหุ้น (Jobber) โดยให้จัดตั้งระบบ Market Maker แทน Jobber
3. เริ่มระบบการเสนอราคาแบบอัตโนมัติในตลาดหุ้น (Stock Exchange Automated Quotation / SEAQ) และระบบซื้อขายผ่านจอคอมพิวเตอร์ (Screen-based trading system)
4. การออกกฎหมายบริการทางการเงิน (Financial Services Act of 1986) และจัดตั้งองค์กรควบคุมธุรกิจหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Securities and Investments Board (SIB) โดย SIB ได้รับมอบอำนาจในการออกใบอนุญาต (authorisation) และควบคุม (regulate) ธุรกิจการลงทุนจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Secretary of State for Trade and Industry) และมีอำนาจในการอนุญาตให้จัดตั้งองค์กรควบคุมตนเอง (Self-Regulatory Organizations หรือ SROs) และสมาคมผู้เชี่ยวชาญพิเศษ (Recognized Professional Bodies หรือ RPBs) นอกจากนี้ยังได้กำหนดให้ผู้ประกอบธุรกิจลงทุนทุกรายต้องจดทะเบียนกับ SIB โดยตรงหรือผ่าน SROs หรือ RPBs ด้วย

ภายหลังจากที่รัฐบาลอังกฤษได้ออก Financial Services Act ในปี ค.ศ. 1986 ซึ่งมีผลบังคับใช้แยกกันเป็นช่วงๆ โดยบทหลักมีผลใช้บังคับเมื่อวันที่ 29 เมษายน ปี ค.ศ. 1988 เพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์แล้ว รัฐบาลอังกฤษยังคงดำเนินการปรับปรุงและแก้ไขกฎหมายหลักทรัพย์รวมถึงองค์กรกำกับดูแลทางการเงินต่อไป ทั้งนี้ เพื่อรองรับเหตุผลของ

⁶⁹ เพียร์พอร์ด กำเนิดศิริ, “Big Bang ประวัติศุนย์กลางการเงินโลก,” การเงินธนาคาร 5 ฉบับที่ 54 (ตุลาคม 2529) : 136-137.

⁷⁰ “Internationalization of the Securities Markets,” Report of the Staff of the US Securities and Exchange Commission to the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs and the House Committee on Energy and Commerce, 27 July 1987.

ความเปลี่ยนแปลงและการพัฒนาการทางด้านเศรษฐกิจการเงินที่เกิดขึ้นทั้งภายในประเทศและภายนอกประเทศ ความมุ่งหมายในประสิทธิภาพและประสิทธิผลที่จะได้รับ เช่น ในปี ค.ศ. 1995 ได้มีการออก Investment Services Regulation 2 ฉบับ คือ ฉบับที่ว่าด้วย Investment Services และ ฉบับที่ว่าด้วย Capital Adequacy เพื่อให้ธุรกิจว่าด้วยการลงทุนสามารถให้บริการในพื้นที่ของ EEA (European Economic Area ซึ่งรวมทั้ง EU และ EFTA) โดยอาศัยการให้อำนาจจากรัฐต้นสังกัด⁷¹ ทั้งนี้ เพื่อให้สอดคล้องกับ Investment Services Directive ของประชาคมยุโรป (European Community หรือ EC) (ปัจจุบันคือสหภาพยุโรปหรือ European Union หรือ EU) หรือกรณีที่รัฐบาลอังกฤษดำเนินการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลแห่งใหม่ขึ้นเมื่อวันที่ 28 ตุลาคม ปี ค.ศ. 1997 ซึ่งเรียกชื่ออย่างเป็นทางการว่า “The Financial Services Authority” (FSA) โดยกำหนดให้องค์กรดังกล่าวทำหน้าที่ในการกำกับดูแลทางการเงินเพียงองค์กรเดียว* (single statutory financial regulator)

2.2 กฎหมายที่ใช้บังคับแก่การดำเนินธุรกิจให้คำปรึกษาการลงทุนในหลักทรัพย์

2.2.1 Financial Services Act of 1986 (FS)

2.2.1.1 โครงสร้างของกฎหมาย

ตามบทบัญญัติแห่งพระราชบัญญัติกิจการทางการเงิน ปี ค.ศ. 1986

(The Financial Services Act of 1986 หรือ FS) ของประเทศอังกฤษมีการออกข้อกำหนดใหม่ๆ ซึ่งมีลักษณะที่สำคัญๆ ดังต่อไปนี้

⁷¹ CCH, *British Companies Legislation* (1997), p. iv.

* FSA จะทำหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแลการบริการทางการเงินของประเทศอังกฤษเพียงองค์กรเดียวก็ต่อเมื่อ Financial Services and Markets Bill (published in draft by Treasury on 30 July 1998) มีผลใช้บังคับ ซึ่งคาดว่าจะจะมีผลใช้บังคับภายหลังจากวันที่ 1 มกราคม ปี ค.ศ. 2000 เป็นต้นไป อนึ่ง เนื่องจาก Financial Services and Markets Bill ยังไม่มีผลใช้บังคับ ดังนั้น ในการศึกษามาตรการทางกฎหมายในการควบคุมและกำกับดูแลการเผยแพร่หรือให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษ ผู้เขียนจึงได้ทำการศึกษาจาก Financial Services Act of 1986 ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลการให้คำแนะนำการลงทุน

1. มีการกำหนดให้บุคคลใดๆ ที่ประสงค์จะประกอบธุรกิจลงทุน⁷² (investment business) ในประเทศอังกฤษจะต้องขออนุญาตในการประกอบธุรกิจลงทุน โดยบุคคลที่สามารถประกอบธุรกิจลงทุนได้จะต้องผ่านการพิจารณาว่าเป็นบุคคลที่สมควรและเหมาะสมที่จะประกอบธุรกิจลงทุนและได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจลงทุนแล้วเท่านั้น ทั้งนี้ เพื่อเป็นการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนนั่นเอง

2. มีการกำหนดโครงสร้างของการควบคุมและกำกับดูแลผู้ประกอบการธุรกิจลงทุนใหม่ โดยวางโครงสร้างในการควบคุมธุรกิจลงทุนอย่างเบ็ดเสร็จและมอบอำนาจไว้ที่ Secretary of State ซึ่งกำหนดให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงพาณิชย์และอุตสาหกรรม (Department of Trade and Industry หรือ DTI) มีอำนาจในการควบคุมธุรกิจการลงทุน ทั้งนี้ อำนาจหน้าที่ดังกล่าวอาจโอนไปยังองค์กรที่ได้รับมอบหมายได้⁷³ หากว่าองค์กรนั้นเข้าเกณฑ์ที่กำหนด⁷⁴ ซึ่งเมื่อวันที่ 19 พฤษภาคม ค.ศ. 1987 คณะกรรมการหลักทรัพย์และการลงทุน (Securities and Investments Board หรือ SIB) ได้รับมอบหมายจาก Secretary of State ให้เป็นองค์กรที่มีอำนาจหน้าที่ในการควบคุมและกำกับดูแลธุรกิจการลงทุน⁷⁵ โดยการประกอบธุรกิจการลงทุนในอังกฤษทุกประเภทจะต้องได้รับอนุญาตและจดทะเบียนต่อ SIB⁷⁶ ทั้งนี้ ผู้ประกอบธุรกิจลงทุนอาจเลือกที่จะขออนุญาตและจดทะเบียนต่อเครือข่ายของ SIB ซึ่งได้แก่ องค์กรกำกับดูแลตนเอง⁷⁷ (Self-Regulatory Organizations หรือ SROs) และองค์กรทางวิชาชีพที่ได้รับการยอมรับ⁷⁸ (Recognized Professional Bodies หรือ RPBs) ก็ได้

อย่างไรก็ตามในระยะเวลาที่ผ่านมาปรากฏว่าได้เกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินอย่างรุนแรงขึ้นในประเทศอังกฤษ ซึ่งก่อให้เกิดความกังวลในการทำหน้าที่กำกับดูแลของ SIB และ SROs ดังนั้น รัฐบาลอังกฤษจึงได้ทำการปรับโครงสร้างขององค์กรกำกับดูแลทางการเงิน โดยจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลแห่งใหม่ขึ้นเมื่อวันที่ 28 ตุลาคม ปี ค.ศ. 1998 ซึ่งได้แก่ The Financial

⁷² Extensively defined in Sched 1 to the FS.

⁷³ FS, s. 114. See, in particular, s. 114 (4) and The Financial Services Act 1986 (Delegation) Order 1987 (SI No 942).

⁷⁴ Ibid., s. 114 and Sched 7.

⁷⁵ Coopers & Lybrand, *The Financial Services Act 1986* (London : Kogen Page Ltd., 1988), p. 15.

⁷⁶ FS, ss. 25-30.

⁷⁷ Ibid., ss. 7-14.

⁷⁸ Ibid., ss. 15-21.

Services Authority (FSA)* โดยกำหนดให้องค์กรดังกล่าวทำหน้าที่ในการกำกับดูแลทางการเงินเพียงองค์กรเดียว (single statutory financial regulator) เท่านั้น ทั้งนี้ FSA จะทำหน้าที่ในการควบคุมและกำกับดูแลครอบคลุมถึงการดำเนินงานขององค์กรต่างๆ ดังนี้

- 1) Building Societies Commission (BSC) ซึ่งกำกับดูแล Building Societies ที่ให้กู้ยืมเพื่อให้ประชาชนซื้อที่อยู่อาศัย Friendly Societies Commission
- 2) Friendly Societies Commission (FSC) และ Registry of Friendly Societies ซึ่งกำกับดูแลสมาคมหรือมูลนิธิที่ไม่แสวงหากำไร
- 3) Insurance Directorate of the Department of Trade and Industry (DTI)
- 4) องค์กรกำกับดูแลตนเอง (Self Regulatory Organisations หรือ SROs) ซึ่งได้แก่ Investment Management Regulatory Organisation (IMRO), Personal Investment Authority (PIA), Securities and Futures Authority (SFA)
- 5) Supervision and Surveillance Division of Bank of England
- 6) Securities and Investment Board (SIB)

ภายหลังจากที่ได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจลงทุนแล้ว บุคคลที่ได้รับอนุญาตจะต้องปฏิบัติตามกฎหมายและกฎเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นโดย FSA รวมทั้งกฎเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นโดย SRO หรือ RPB ที่บุคคลนั้นเป็นสมาชิกอยู่แล้วแต่กรณี สำหรับกระบวนการในการออกกฎเกณฑ์ของ FSA นั้น FSA จะพิจารณาถึงความเสี่ยงที่มีความยืดหยุ่นและแตกต่างกันออกไปตามลักษณะเฉพาะของแต่ละธุรกิจ ระดับของความเสี่ยงในบริษัทและตลาด คุณภาพของการบริหารองค์กร และความซับซ้อนของลูกค้ำที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ เพื่อเป็นการปกป้องและก่อให้เกิดระบบการปฏิบัติต่อกันอย่างเป็นธรรมในหมู่ผู้ลงทุน ส่งเสริมการดำเนินการของตลาดที่มีระบบ และ

* FSA มีใช้องค์กรรัฐบาล ซึ่งคณะผู้บริหาร (board) จะได้รับการแต่งตั้งจากกระทรวงการคลัง (Treasury) และผู้ว่าการธนาคารชาติ (Governor of the Bank of England) โดยมีขอบเขตหน้าที่ในการกำกับดูแล ดังนี้

- 1) ทำหน้าที่ในการกำหนดนโยบายรวมทั้งดูแลปรับปรุง
- 2) การให้อนุญาตสำหรับบริษัท และการดูแล (vetting) และการให้อนุญาตในแต่ละราย
- 3) การสอบสวน บังคับการให้เป็นไปตามกฎหมาย และการดูแลให้อยู่ในระเบียบวินัย
- 4) มีการปฏิสัมพันธ์กับลูกค้ำและสาธารณชน
- 5) กำกับดูแลทั้งในด้านความมั่นคงและการดำเนินธุรกรรม

สร้างความเชื่อมั่นในระบบการเงินโดยรวมของประเทศ โดยบุคคลที่ฝ่าฝืนกฎหมายหรือกฎเกณฑ์ดังกล่าวอาจถูกเพิกถอนใบอนุญาตและอาจถูกศาลสั่งให้ชดใช้ค่าเสียหายอันเกิดจากการฝ่าฝืน นอกจากนี้ยังอาจนำไปสู่การสั่งห้ามบุคคลดังกล่าวประกอบธุรกิจการลงทุนอีกด้วย

3. มีการออกกฎข้อบังคับที่เข้มงวดเกี่ยวกับที่มาของแหล่งเงินทุนของผู้ประกอบธุรกิจการลงทุน
4. มีการออกกฎข้อบังคับที่เป็นรายละเอียดเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจการลงทุน
5. เพิ่มมาตรการในการควบคุมธุรกิจการลงทุนเกี่ยวกับผลประโยชน์ตอบแทนการลงทุน และมีการตรวจสอบโดยละเอียดเกี่ยวกับพฤติกรรมและการดำเนินธุรกิจ
6. มีการออกมาตรการใหม่เพื่อป้องกันการหาประโยชน์จากข้อมูลภายใน (Insider Trading)

ธุรกิจที่อยู่ภายใต้การควบคุมของพระราชบัญญัติกิจการทางการเงิน ปี ค.ศ.

1986 (FS)

- (1) การเป็นตัวแทนและนายหน้าด้านหลักทรัพย์และการลงทุนอื่น การรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ การจัดการลงทุน
 - (2) ที่ปรึกษาการลงทุน
 - (3) กิจการลงทุน รวมทั้งการดำเนิน โครงการกองทุนรวม (รวมถึงการเป็น Trustee) และกองทุนบำเหน็จบำนาญ
 - (4) ธุรกิจประกันชีวิตและบริษัทเงินทุน
 - (5) ตัวแทนนายหน้าประกันภัยและบริษัทเงินทุน
 - (6) กองทุนสวัสดิการ (Friendly Society)
- การประกอบธุรกิจอื่นๆ นอกเหนือจากนี้ได้กล่าวมาข้างต้นก็อาจจะต้องอยู่

ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลของพระราชบัญญัติกิจการทางการเงิน ค.ศ. 1986 หากการประกอบธุรกิจดังกล่าวมีส่วนเกี่ยวข้องหรือมีส่วนแนะนำเกี่ยวกับการลงทุน ทั้งนี้ หากบุคคลใดมีความประสงค์ที่จะประกอบธุรกิจการลงทุนดังกล่าวข้างต้นจะต้องขออนุญาตประกอบธุรกิจการลงทุนโดยตรงต่อ FSA เว้นแต่จะได้รับการยกเว้นไม่ต้องขออนุญาต อย่างไรก็ตามมีธุรกิจบางประเภท ได้แก่ ธุรกิจประกันภัยและกองทุนสวัสดิการ กฎหมายถือว่าได้รับอนุญาตให้ประกอบธุรกิจลงทุนโดยอัตโนมัติโดยไม่ต้องขออนุญาตอีก

องค์กรกำกับดูแลตนเอง หรือ SROs

SROs มีหน้าที่ออกกฎเพื่อควบคุมดูแลสมาชิกในองค์กรให้ปฏิบัติตามหน้าที่ในการดำเนินธุรกิจการลงทุนที่เหมาะสมและเพียงพอ (fit and proper) ในการคุ้มครองผู้ลงทุน รวมถึงมีอำนาจในการลงโทษสมาชิกที่ไม่ปฏิบัติตามกฎข้อบังคับของ SRO อีกด้วย ซึ่งในปัจจุบันประเทศอังกฤษมี SROs เหลือเพียง 3 องค์กรเท่านั้น ได้แก่

1. Securities and Futures Authority (SFA) เกิดจากการรวมตัวของ The Securities Association (TSA) ที่ประกอบด้วยสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์กับ Association of Futures Brokers and Dealers (AFBD) ที่ประกอบด้วยสมาชิกที่เป็นนายหน้าซื้อขาย commodity ในตลาด options และ futures โดยมีบทบาทหน้าที่ในการอนุญาตและดำเนินการเกี่ยวกับธุรกิจผู้ค้าหุ้น พันธระอนุพันธ์ (futures) สิทธิอนุพันธ์ (options) และสินค้าเกษตรล่วงหน้า (commodities)

2. Investment Management Regulatory Organization (IMRO) มีบทบาทหน้าที่ในการดูแลในส่วนที่เกี่ยวข้องกับผู้จัดการกองทุน (fund manager) ผู้จัดการลงทุน (investment manager) และที่ปรึกษา (adviser) ในธุรกิจธนาคารพาณิชย์ (merchant bank) ผู้จัดการกองทุนบำเหน็จบำนาญ และบริษัทประกันภัย

3. Personal Investment Authority (PIA) มีบทบาทหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแลธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน (investment business) ที่ดำเนินการกับประชาชนทั่วไป (general public)

ในระบบการกำกับดูแลตนเองนั้น แม้จะมีประโยชน์หลายประการ อาทิเช่น ทำให้สามารถรักษามาตรฐานที่สูงกว่ามาตรฐานขั้นต่ำที่กำหนดในกฎหมาย มีการวางกฎและหลักปฏิบัติที่เข้าใจได้ง่ายและมีการแก้ไขปรับปรุงได้ทันต่อพัฒนาการใหม่ๆ ทำให้สมาชิกสามารถเข้าใจและปฏิบัติได้อย่างถูกต้อง รวมถึงการควบคุมสามารถกระทำได้อย่างรวดเร็วและยืดหยุ่น โดยจะเน้นในทางปฏิบัติและสามัญสำนึกมากกว่าวิธีการในทางกฎหมาย⁷⁹ แต่ก็ยังมีข้อวิจารณ์ว่าระบบกำกับดูแลตนเองเป็นระบบที่มีความซับซ้อนเกินไปและในแต่ละองค์กรยังคงมีการใช้อำนาจที่เหลื่อมล้ำกันอยู่ นอกจากนี้ในระบบการกำกับดูแลตนเองจะมีปรัชญาที่สำคัญ คือ เป็นการควบคุมที่ไม่ใช่กฎหมาย (Non-statutory regulation) ดังนั้น การใช้ระบบดังกล่าวจึงมีข้อพึงระวัง คือ องค์กรกำกับดูแลตนเองจะต้องมีอำนาจเด็ดขาดในการกำหนดให้ประโยชน์หรือ

⁷⁹ Page & Ferguson, *Investor Protection*, p. 79.

ไม่ให้ประโยชน์แก่สมาชิก และประโยชน์ที่ให้แก่สมาชิกต้องมีค่ามากกว่าค่าใช้จ่ายอันเกิดจากการยอมรับการควบคุมจากองค์กรกำกับดูแลตนเอง มิฉะนั้นระบบการควบคุมและกำกับดูแลโดยไม่ใช้กฎหมายจะมีผลจริงในทางปฏิบัติน้อยและอาจมีการละเมิดบ่อยครั้ง ทั้งนี้ หากองค์กรกำกับดูแลตนเองมีอำนาจเกือบผูกขาด นั่นคือ บุคคลใดที่มีความประสงค์จะประกอบธุรกิจลงทุนจะต้องเป็นสมาชิกและปฏิบัติตามกฎขององค์กรกำกับดูแลตนเอง ถ้าบุคคลใดไม่เป็นสมาชิกก็จะไม่ได้รับประโยชน์หรือถูกลงโทษอันเป็นการบังคับอยู่ในตัว⁸⁰ ประกอบกับผู้ควบคุม ซึ่งได้แก่ ผู้ที่อยู่ในวิชาชีพนั้นจะต้องใช้อำนาจหน้าที่กำกับดูแลสมาชิกโดยเห็นแก่ประโยชน์ของผู้ลงทุนสำคัญกว่าประโยชน์ของพวกเขา⁸¹ ซึ่งจะส่งผลให้การควบคุมโดยระบบกำกับดูแลตนเองก็จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดและมีประสิทธิภาพอย่างแท้จริง

หลักสำคัญในการให้ความคุ้มครองผู้ลงทุนตาม FS 1986 (Schedule 8)

เกณฑ์

- 1) กฎเกณฑ์ภายใต้ Section 48 ของกฎหมายฉบับนี้ (กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจ) ต้องส่งเสริมและสนับสนุนให้เกิดมาตรฐานที่สูงในด้านความซื่อสัตย์ (integrity) และความยุติธรรมในการประกอบธุรกิจ (fair dealing)
- 2) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจจะต้องมีบทบัญญัติที่กำหนดให้บุคคลรับอนุญาตประกอบธุรกิจที่ตนดำเนินการหรือประกาศว่าตนยินดีที่จะดำเนินการด้วยความชำนาญ (skill) ความระมัดระวัง (care) และความแข็งขัน (diligence)
- 3) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจจะต้องมีบทบัญญัติที่กำหนดให้บุคคลรับอนุญาตต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ของลูกค้าก่อนผลประโยชน์ของตนเอง และประกอบธุรกิจด้วยความยุติธรรมระหว่างลูกค้าของตน
- 4) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจจะต้องมีบทบัญญัติที่กำหนดให้บุคคลรับอนุญาตรับรองว่ากิจการใดที่ตนกระทำเพื่อบุคคลอื่นหรือกับบุคคลอื่นซึ่งตนทำการค้าขายด้วยนั้นตนได้กระทำด้วยความระมัดระวังแล้วเมื่อคำนึงถึงพฤติการณ์แวดล้อม

⁸⁰ Ibid., p. 81.

⁸¹ Ibid., p. 83-84.

ข้อมูลที่พึงเปิดเผย

5) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจต้องมีบทบัญญัติที่กำหนดให้บุคคล รับผิดชอบต่อเปิดเผยผลประโยชน์ของตนและข้อเท็จจริงที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายเพื่อการลงทุน หรือ คำแนะนำการลงทุนที่กระทำโดยบุคคลรับอนุญาต รายละเอียดดังกล่าวให้ครอบคลุมถึงค่าจ้างหรือ ค่าตอบแทนใดๆ ที่บุคคลรับอนุญาตจะได้รับจากบุคคลที่สามอันเกี่ยวเนื่องมาจากการกระทำใดๆ ดังที่กล่าวมาข้างต้น

6) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจต้องมีบทบัญญัติที่กำหนดให้บุคคล รับผิดชอบต่อเปิดเผยฐานะและอำนาจของตนในการติดต่อประกอบธุรกิจนั้นๆ

7) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจหรือกฎเกณฑ์ภายใต้ Section 51 ของ กฎหมายฉบับนี้ต้องมีบทบัญญัติที่กำหนดให้บุคคลรับอนุญาตให้ข้อเท็จจริงและรายละเอียดเกี่ยวกับการลงทุนและผลกระทบทางการเงินอันอาจเกิดจากการกระทำนั้นๆ ต่อบุคคลซึ่งบุคคลรับอนุญาต ได้ทำการซื้อขายด้วย หรือ ได้ให้คำแนะนำเกี่ยวกับการซื้อขาย ซึ่งรายละเอียดดังกล่าวสามารถทำให้ บุคคลนั้นตัดสินใจได้อย่างครบถ้วนขึ้น (informed decision)

8) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจ ซึ่งเกี่ยวข้องกับการควบคุมการกระทำ ใดๆ เพื่อทำให้เกิดเสถียรภาพทางราคาของหน่วยลงทุนนั้นต้องมีข้อกำหนดเพื่อให้มั่นใจว่า เมื่อมี การปฏิบัติตามมาตรานี้จะต้องมีการประกาศให้ประชาชนทราบถึงผลกระทบที่จะมีต่อราคาของ หน่วยลงทุนและช่วงเวลาของผลกระทบนั้นๆ

การให้ความคุ้มครองผู้ลงทุน

9) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจหรือกฎเกณฑ์ภายใต้ Section 55 ของ กฎหมายฉบับนี้ต้องมีข้อกำหนดที่ให้ความคุ้มครองต่อทรัพย์สินที่บุคคลรับอนุญาตต้องรับผิดชอบ ต่อบุคคลอื่น

10) กฎเกณฑ์ภายใต้ Section 53 เกี่ยวกับการชดใช้ค่าเสียหาย และ Section 54 เกี่ยวกับกองทุนเพื่อการชดใช้ค่าเสียหายของกฎหมายฉบับนี้ต้องมีข้อกำหนดที่ดีที่สุดเท่าที่จะ ทำได้ภายใต้ Section นั้น

การบันทึกบัญชี

11) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจจะต้องกำหนดให้มีการจัดเก็บการบันทึก บัญชีที่ถูกต้องและอนุญาตให้มีการตรวจสอบสมุดบันทึกและสมุดบัญชีในกรณีที่เหมาะสม

การจัดประเภทของผู้ลงทุน

12) กฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจต้องคำนึงถึงความเหมาะสมในการควบคุมการประกอบธุรกิจตามกลุ่มผู้ลงทุนแต่ละประเภท

2.2.1.2 สาระสำคัญของ FS ในส่วนของการกำกับดูแลการให้คำแนะนำในการลงทุน

1) ความหมายของการลงทุน ธุรกิจการลงทุน และการให้คำปรึกษาการลงทุน

- การลงทุนและธุรกิจการลงทุน

ตาม FS ได้ให้นิยามคำว่า “การลงทุน” (Investment) ไว้ว่า “เว้นแต่จะแสดงเป็นอย่างอื่น “การลงทุน” หมายถึง สินทรัพย์ (asset) สิทธิหรือประโยชน์ (interest) ที่อยู่ภายใต้ความใน Part 1 ของ Schedule 1 ของ FS”⁸² และให้นิยามคำว่า “ธุรกิจการลงทุน” (Investment Business) ไว้ว่าหมายถึง ธุรกิจที่เกี่ยวกับเรื่องหนึ่งหรือหลายเรื่องปรากฏในความใน Part 2 ของ Schedule 1 เท่าที่ไม่ถูกกันออกไปโดย Part 3 ของ Schedule 1⁸³ ทั้งนี้ การกระทำที่ถือว่าเป็นการประกอบธุรกิจลงทุน ได้แก่ การทำธุรกิจลงทุน (Dealing in investment) การเตรียมการในธุรกิจลงทุน (Arranging deals in investment) การจัดการลงทุน (Managing investment) การแนะนำการลงทุน และการดำเนินการโครงการกองทุนรวม⁸⁴ โดยธุรกิจลงทุนนั้น ได้แก่ หุ้น (Shares and Stock) หุ้นกู้ (Debenture) หลักทรัพย์รัฐบาล (Government and public securities) ตราสารที่ให้สิทธิผู้ถือในหุ้นหรือใบหุ้น (Instrument entitling the holder to share or certificates) ตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ (Certificate representing securities) หน่วยลงทุนในกองทุนรวม (Units in collective investment scheme) สิทธิในการเลือกซื้อหรือขาย (Options) สัญญาในอนาคต (Futures) เช่น สัญญาในการซื้อขายเครื่องอุปโภคบางชนิด (Commodity) ซึ่งจะมีการส่งมอบในอนาคตและชำระเงินตามราคาที่ตกลงกันในสัญญา สัญญาความแตกต่าง (Contract for differences) เช่น สัญญาที่ทำกัน โดยมีวัตถุประสงค์ที่อาศัยความแตกต่างของราคาทรัพย์สินหรือดัชนี เช่น ดัชนี

⁸² FS, s. 1 (1).

⁸³ Ibid., s. 1 (2).

⁸⁴ Ibid., ss. 1-2.

ตลาดหุ้นเป็นผลได้เสียของสัญญา สัญญาประกันภัยระยะยาว สิทธิและประโยชน์ต่างๆ เกี่ยวกับธุรกิจลงทุน อนึ่ง ธุรกิจที่ได้รับการยกเว้นไม่ถือว่าเป็นธุรกิจลงทุน ได้แก่

1. การทำธุรกิจลงทุนด้วยตนเอง (Dealing as principal)
2. กลุ่มธุรกิจหรือธุรกิจร่วม (Groups and joint enterprises)
3. การขายสินค้าและการให้บริการ (Sale of goods and supply of service)
4. หุ้นซึ่งถือโดยผู้เป็นลูกจ้าง (Employee share scheme)
5. การขายหุ้นในบริษัทเอกชน (Sales of private companies)
6. ทรัสต์และตัวแทนส่วนบุคคล (Trustee and personal representative)
7. ทรัสต์และผู้จัดการกองทุนบำเหน็จบำนาญ⁸⁵ (Trustee and manager of pension schemes)
8. การประกอบการในกิจการซึ่งมิใช่ธุรกิจลงทุน (Dealing in the course of non investment business) ซึ่งผู้ประกอบการดังกล่าวจะต้องขออนุญาตต่อ SIB เป็นกรณีไปโดยมีหลักเกณฑ์ต่างๆ ที่กำหนดไว้
9. การให้คำแนะนำที่ไม่เกี่ยวกับธุรกิจลงทุน (Advice given in the course of a profession or non investment business)
10. หนังสือพิมพ์ (newspaper) ซึ่งตีพิมพ์คำแนะนำหรือข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนได้รับยกเว้นไม่ต้องขออนุญาต
11. ธุรกิจลงทุนต่างชาตรวมทั้งสาขา (Oversea business in branch)
12. ตลาดการเงิน⁸⁶ (Wholesale money markets)
13. ตัวแทนที่ได้รับมอบอำนาจ⁸⁷ (Appointed representatives) เช่น ตัวแทนที่ได้รับมอบอำนาจจากตัวการซึ่งเป็นผู้ได้รับอนุญาตให้ประกอบกิจการลงทุนอยู่แล้ว โดยตัวการจะเป็นผู้รับผิดชอบในผลของการที่ตัวแทนได้กระทำไปในการจัดให้มีการตกลงเกี่ยวกับการลงทุน

⁸⁵ Ibid., s. 191.

⁸⁶ Ibid., s. 43 and Sched 5.

⁸⁷ Ibid., s. 44.

14. บุคคลบางประเภทที่ได้รับความไว้วางใจไม่ต้องขออนุญาต เช่น

- (1) ธนาคารแห่งประเทศไทย⁸⁸
- (2) ตลาดแลกเปลี่ยนทุนที่ได้รับการรับรองและสำนักหักบัญชี
- (3) บุคคลซึ่งได้รับอนุญาตในฐานะ “สถาบันจดทะเบียน” โดยธนาคารแห่งประเทศไทย⁸⁹
- (4) สมุหบัญชีของศาล
- (5) เจ้าพนักงานศาลสูง (Under the Judicial Trustee Act of 1896)
- (6) เสมียนศาลจังหวัด (country court) ในการจัดการกองทุนที่จ่ายแก่ศาล
- (7) บุคคลใดๆ ที่ได้รับการยกเว้นโดยคำสั่งที่ออกโดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงพาณิชย์และอุตสาหกรรม ฯลฯ

15. ตลาดทุนที่ได้รับการรับรอง (Recognised Investment Exchanges หรือ RIES) เฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในกรอบที่นับเป็นธุรกิจการลงทุน⁹⁰ ได้แก่ The International Stock Exchange (ISE), The London Metal Exchange (LME), The London Commodity Exchange (London Fox), The International Petroleum Exchange of London Ltd. (IPE), The London International Financial Futures Exchange and LIFFE Options plc. (LIFFE), The Overseas RIEs are : NASDAQ (The National Association of Securities Dealers Automated Quotations Systems (US)), Sydney Future Exchange, Chicago Mercantile Exchange

16. สำนักหักบัญชีที่ได้รับการรับรอง⁹¹ (Recognised clearing house) เช่น Euroclear, International Commodity, Clearing house เป็นต้น

- การให้คำปรึกษาการลงทุน

ตาม FS ในส่วนของ Schedule 1 Paragraph 15 ได้บัญญัตินิยามของการให้คำปรึกษาการลงทุน (Investment Advise) หมายถึง การให้หรือเสนอว่าจะให้หรือตกลงว่า

⁸⁸ Ibid., s. 35.

⁸⁹ Ibid., s. 43.

⁹⁰ Ibid., s. 36.

⁹¹ Ibid., s. 38.

จะให้คำแนะนำแก่บุคคลในฐานะที่เป็นนักลงทุนหรือผู้ที่มีศักยภาพจะเป็นผู้ลงทุน ซึ่งคำแนะนำดังกล่าวเกี่ยวข้องกับ การซื้อ การขาย การจองซื้อ การประกันการจำหน่ายการลงทุนหนึ่งๆ หรือ การใช้สิทธิที่ได้รับจากการลงทุนเพื่อให้ได้มา จำหน่าย ประกันการจำหน่าย หรือแปลงการลงทุนหนึ่งๆ*

ทั้งนี้ ตามนิยามของ “การให้คำปรึกษาการลงทุน” ใน Paragraph 15 มีข้อยกเว้นดังต่อไปนี้

1. Paragraph 15 ไม่ใช่บังคับถึงคำแนะนำที่ให้ระหว่างหรือเกี่ยวข้องกับ การประกอบวิชาชีพใดๆ หรือระหว่างการประกอบธุรกิจอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องกับการลงทุน หรือ คำแนะนำที่เป็นส่วนสำคัญในการให้คำแนะนำหรือบริการด้านอื่นๆ ซึ่งให้ในการที่เกี่ยวข้องกับการประกอบวิชาชีพหรือการประกอบธุรกิจอื่น⁹²

2. Paragraph 15 ไม่ใช่บังคับถึงคำแนะนำที่ให้ในหนังสือพิมพ์ วารสาร นิตยสาร หรือวารสารอื่นๆ ถ้าจุดประสงค์หลักของสิ่งตีพิมพ์นั้น ไม่ใช่เป็นการชี้แนะให้บุคคลใดๆ ลงทุนในธุรกิจลงทุนใดโดยเฉพาะ⁹³

3. Paragraph 15 ไม่ใช่บังคับกับคำแนะนำใดๆ ที่บุคคลใดให้แก่บุคคลอื่นถ้า (1) บุคคลทั้งสองฝ่ายอยู่ในบริษัทเดียวกันหรือในเครือบริษัทเดียวกัน

(2) บุคคลทั้งสองฝ่ายนี้เป็นหรือได้เสนอให้เป็นผู้ร่วมลงทุนในกิจการที่มีการร่วมลงทุนและ คำแนะนำนั้นมีความเกี่ยวข้องกับการที่มีการร่วมลงทุนดังกล่าว⁹⁴

4. Paragraph 15 ไม่ใช่บังคับกับคำแนะนำที่ให้โดยผู้จัดส่งสินค้าแก่ ลูกค้าเพื่อวัตถุประสงค์หรือมีข้อเกี่ยวข้องกับการขายหรือการจัดส่งสินค้า⁹⁵

* ถอดความจาก Sched 1, para 15 ซึ่งบัญญัติว่า “Investment Advice” means Giving, or offering or agreeing to give, to persons in their capacity as investors or potential investors advice on the merits of their purchasing, selling, subscribing for or underwriting and investment, or exercising any right conferred by an investment to acquire, dispose of, underwrite or convert an investment.

⁹² FS, Sched 1, para 24.

⁹³ Ibid., Sched 1, para 25.

⁹⁴ Ibid., Sched 1, para 18.

⁹⁵ Ibid., Sched 1, para 19.

5. Paragraph 15 ไม่ใช่บังคับถึงคำแนะนำที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหรือขายหุ้นของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทมหาชน (Private Company) ถ้า

(1) จำนวนหุ้นที่จะซื้อหรือขายมีจำนวนมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 75 ของสิทธิในการออกเสียง ซึ่งสิทธิในการออกเสียงนั้นสามารถใช้ได้ในการประชุมผู้ถือหุ้นทุกครั้ง หรือ

(2) เมื่อรวมจำนวนหุ้นที่มีอยู่แล้วกับจำนวนหุ้นที่จะซื้อทำให้บุคคลนั้นถือหุ้นในจำนวนมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 75 ของสิทธิในการออกเสียงทั้งหมด และ

(3) ในกรณีใดก็ตามไม่ว่าจะเป็นการซื้อหรือการขายระหว่างกลุ่มบุคคลซึ่งแต่ละบุคคลเป็นบริษัทนิติบุคคล หุ้นส่วน บุคคลธรรมดา หรือกลุ่มบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน⁹⁶

6. Paragraph 15 ไม่ใช่บังคับถึงคำแนะนำที่ให้โดยบุคคลซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลทรัพย์สิน หรือผู้แทนบุคคลซึ่งได้ให้คำแนะนำนั้นแก่

(1) ผู้ดูแลบัญชีหรือผู้แทนบุคคลอื่นๆ เพื่อประโยชน์ในการดูแลกองทุนหรือกองทรัสต์สิน หรือ

(2) ผู้รับผลประโยชน์ (beneficiary) จากกองทุนไม่ว่าผู้รับผลประโยชน์นั้นจะได้สิทธิดังกล่าวจากพินัยกรรมหรือโดยไม่มีพินัยกรรมก็ตาม

นอกเสียจากว่าบุคคลซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลทรัพย์สิน หรือผู้แทนบุคคลจะได้รับค่าตอบแทนเพิ่มเติมจากการให้คำแนะนำของตน นอกเหนือจากค่าตอบแทนซึ่งตนจะได้รับจากการปฏิบัติหน้าที่ในฐานะผู้ดูแลทรัพย์สินหรือผู้แทนบุคคล⁹⁷

2) บุคคลที่อาจให้คำแนะนำในการลงทุน

ผู้ที่อาจให้คำแนะนำในการลงทุนซึ่งถือว่าเป็นการประกอบธุรกิจลงทุนประเภทหนึ่งต้องเป็นบุคคลที่ได้รับอนุญาตตาม Chapter 3 ของ FS หรือเป็นบุคคลที่ได้รับการยกเว้นตาม Chapter 4 ของ FS ทั้งนี้ บุคคลที่ได้รับอนุญาตตาม Section 7 (1) ได้แก่ สมาชิกขององค์กรควบคุมตนเองที่ได้รับการยอมรับ ซึ่งอยู่ภายใต้บังคับ Section 7 (2) นั่นคือ สมาชิกของ

⁹⁶ Ibid., Sched 1, para 21.

⁹⁷ Ibid., Sched 1, para 22.

องค์กรที่ได้เป็นบุคคลรับอนุญาตโดยอาศัย Section 22*, 23** และ 31*** นั้นย่อมไม่ถือว่าเป็นบุคคลที่ได้รับอนุญาต ส่วนบุคคลที่ได้รับยกเว้นตาม Chapter 4 ของ FS ได้แก่ ธนาคารแห่งอังกฤษ ตลาดเพื่อการลงทุนที่ได้รับการรับรอง (Recognised Investment Exchanges) เฉพาะในส่วนที่เกี่ยวกับการลงทุนในกรอบที่นับเป็นธุรกิจการลงทุนและ Clearing house ต่างๆ ที่ทำภายในกรอบของความสามารถของตนในการให้บริการ Clearing เพื่อธุรกรรมแห่งธุรกิจการลงทุน นอกจากนี้ยังมีการยกเว้นปลีกย่อยอย่างอื่นอีก 4 จำพวก ซึ่ง Secretary of State สามารถออกคำสั่งเพิ่มหรือลดได้แต่ต้องได้รับการยืนยันโดยรัฐสภา⁹⁸

3) หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการให้คำปรึกษาในการลงทุน

กฎข้อบังคับเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ของการให้คำปรึกษาในการลงทุน ซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานของหลักเกณฑ์ทั่วไปที่บัญญัติไว้ใน FS ได้แก่

3.1) คำแนะนำที่เปิดเผยต่อสาธารณชน (Published recommendations)

(Part 8 ; chapter 3)

(1) การใช้บังคับ

หมวดนี้ใช้บังคับกับวารสาร ใบคำแนะนำ (Tip-sheet)

หนังสือเวียนของนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ หรือสิ่งตีพิมพ์อื่นๆ (รวมถึง การเปิดเผยต่อสาธารณชน

* Section 22 เป็นเรื่องของ Authorised Insurers ตาม Section 3 และ 4 ของ Insurance Companies Act of 1982 ที่ทำธุรกิจประกันภัยซึ่งนับว่าเป็นธุรกรรมการลงทุน และได้ทำธุรกิจประกันภัยนั้นต่อไปในสหราชอาณาจักรย่อมเป็นบุคคลที่ได้รับอนุญาตในเรื่องดังนี้

(a) ธุรกิจการประกันภัยใดที่เป็นธุรกิจการลงทุน และ

(b) ธุรกิจการลงทุนใดที่องค์กรนั้นอาจทำโดยไม่ฝ่าฝืน Section 16 ของ Insurance Companies Act of 1982

** Section 23 เป็นเรื่องของ Friendly Society ที่ดำเนินธุรกิจการลงทุนในสหราชอาณาจักรย่อมเป็นบุคคลที่ได้รับอนุญาตในเรื่องการทำธุรกิจการลงทุนประเภทกองทุนสวัสดิการ

*** Section 31 เป็นเรื่องของการอนุญาตในประเทศสมาชิกอื่น

⁹⁸ FS, s. 46.

โดยทางวิทยุกระจายเสียง หรือโดยทางโทรทัศน์) ซึ่งออกเป็นประจำหรือเป็นครั้งคราว และอาจมี
คำแนะนำเกี่ยวกับการซื้อ การเก็บไว้ หรือการขายธุรกิจลงทุนประการใดก็ตามรวมอยู่ด้วย

(2) Know your customer

ในกรณีที่บริษัทจะจัดพิมพ์สิ่งตีพิมพ์ซึ่งรวมคำแนะนำการลงทุน
ในธุรกิจลงทุนที่ยังไม่เห็นผลทันที (not readily realisable) ให้แก่ลูกค้าหรือบุคคลใดที่มี
ความประสงค์จะลงทุนในธุรกิจลงทุนที่ยังไม่เห็นผลทันที บริษัทจะต้องไม่ให้หรือจัดส่งสิ่งตีพิมพ์
นั้นแก่บุคคลใด หรือจัดการทำการตกลงกับบุคคลใด หรือล่อลวง หรือจัดหาบุคคลใดมาเพื่อตกลง
ให้บุคคลนั้นได้รับสิ่งตีพิมพ์เหล่านั้นเป็นประจำ นอกเสียจากว่าบริษัทมีเหตุอันควรเชื่อว่าบุคคลนั้น
เป็นนักลงทุนมืออาชีพ หรือบุคคลนั้นปฏิบัติหน้าที่เป็น market counterparty ในการลงทุนที่ยังไม่
เห็นผลทันที หรือบริษัทเชื่อว่าบุคคลนั้นเป็นบุคคลที่เหมาะสมที่จะลงทุนในการลงทุนที่ยังไม่เห็น
ผลในทันที ภายหลังจากบริษัทได้รับคำยืนยันจากบุคคลนั้นเกี่ยวกับข้อเท็จจริงในเรื่องฐานะทาง
การเงินและความสามารถในการประกอบธุรกิจการลงทุนของบุคคลนั้นแล้ว

(3) การค้นคว้าและการวิเคราะห์

บริษัทจะต้องไม่ระบุในสิ่งตีพิมพ์ใดๆ ว่าคำแนะนำที่ให้ใน
สิ่งตีพิมพ์ได้มาจากผลของการค้นคว้าและการวิเคราะห์ นอกจากนี้บริษัทได้ทำการค้นคว้าและ
การวิเคราะห์จริงและมีหลักฐานอันเพียงพอที่จะพิสูจน์ได้ว่าการค้นคว้าและการวิเคราะห์นั้น ได้
กระทำขึ้นจริงและเพียงพอต่อการให้คำแนะนำนั้น

(4) การเปิดเผยว่าบริษัทที่ทำหน้าที่เป็น market makers มีจำนวน

จำกัด

ในกรณีที่สิ่งตีพิมพ์มีคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนซึ่งยัง
ไม่เห็นผลในทันที และจำนวนบริษัทที่ประกอบธุรกิจ market makers ในธุรกิจลงทุนประเภทนี้
ในสหราชอาณาจักรมีจำนวนไม่เกิน 2 บริษัท คำแนะนำดังกล่าวจะต้องมีข้อความดังต่อไปนี้แนบ
ไปด้วย

(ก) ธุรกิจลงทุนนี้ไม่มี market makers อยู่เลยหรือมีแต่ไม่เกิน
2 บริษัท (แล้วแต่กรณี) และ

(ข) เพราะเหตุดังกล่าวตลาดของธุรกิจลงทุนนี้จึงอาจเป็นตลาด
ที่จำกัด และ

(ค) ในกรณีที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งเป็นทั้ง market makers และเป็นบริษัทที่ให้คำแนะนำเอง หรือเป็นบริษัทในเครือของบริษัทที่ให้คำแนะนำจะต้องแจ้งข้อมูลดังกล่าวด้วย

(ง) ในกรณีมีบริษัท market makers เพียง 2 บริษัท และทั้งสองบริษัทนี้เป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกันจะต้องแจ้งข้อมูลดังกล่าวด้วย

(5) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ long หรือ short position

(ก) กฎเกณฑ์ข้อนี้ใช้บังคับเฉพาะกับการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนที่ยังไม่เห็นผลในทันทีผ่านสิ่งตีพิมพ์ แต่ไม่ใช้บังคับกับคำแนะนำที่แจกจ่ายให้โดยเฉพาะแก่นักลงทุนมืออาชีพ

(ข) ในกรณีที่มีการให้คำแนะนำแก่ผู้ลงทุนผ่านสิ่งตีพิมพ์ให้ซื้อธุรกิจลงทุน และบริษัทที่ให้คำแนะนำ หรือบริษัทที่เกี่ยวข้องเมื่อพิจารณาภาพรวมแล้วมีการลงทุน (long position) ในธุรกิจลงทุนนั้นอยู่ บริษัทจะต้องระบุข้อความดังต่อไปนี้แนบไปพร้อมกับสิ่งตีพิมพ์ดังกล่าวด้วย

- ช่วงระยะเวลาที่บริษัทและบริษัทที่เกี่ยวข้องมีการลงทุน (long position) ในธุรกิจลงทุนนั้นก่อนที่จะออกสิ่งตีพิมพ์ และ

- ราคาเฉลี่ย (the weighted average price) ของธุรกิจลงทุนที่บริษัทและบริษัทที่เกี่ยวข้องซื้อธุรกิจลงทุนนั้นในช่วงระยะเวลาดังกล่าว

(ค) ถ้าสิ่งตีพิมพ์มีการให้คำแนะนำแก่ผู้ลงทุนให้ขายธุรกิจลงทุน และบริษัทที่ให้คำแนะนำหรือบริษัทที่เกี่ยวข้องเมื่อพิจารณาภาพรวมแล้วมี short position ในธุรกิจลงทุนนั้นอยู่ บริษัทจะต้องมีข้อความในทำนองเดียวกับข้อความที่กำหนดในข้อ (ข) แนบไปพร้อมกับสิ่งตีพิมพ์นั้นด้วย

(ง) ถ้าสิ่งตีพิมพ์ที่อยู่ภายใต้ข้อบังคับของกฎเกณฑ์นี้ได้ถูกจัดส่งไปเฉพาะแก่ลูกค้าของบริษัทที่ได้ทำข้อตกลงที่จะลงทุนในธุรกิจลงทุนที่ยังไม่เห็นผลในทันที หรือบุคคลใดที่ปฏิบัติหน้าที่เป็น market maker ในการลงทุนประเภทนี้ บริษัทที่จัดทำสิ่งตีพิมพ์อาจให้ข้อเท็จจริงเพียงว่าบริษัทมี long หรือ short position ในธุรกิจลงทุนนั้นๆ โดยไม่ต้องให้รายละเอียดอื่นๆ เพิ่มเติมแต่อย่างใด

(จ) กฎเกณฑ์ข้อนี้ไม่ใช้บังคับถ้าไม่มีบุคคลใดในกลุ่มบุคคลที่ให้คำแนะนำหรือควรรู้ถึงฐานะการลงทุน (position) ของบริษัท ทั้งนี้ ให้ถือว่าบุคคลดังต่อไปนี้ไม่มีหน้าที่ที่จะรู้ถึงฐานะการลงทุนของบริษัท ถ้า

- การจัดการนั้นเกิดขึ้นภายในบริษัทหรือภายในกลุ่มบริษัท โดยมีมาตรการป้องกันไม่ให้ข้อมูลดังกล่าวรั่วไหลไปยังลูกจ้างในหน่วยงานอื่นของบริษัท และ

- บุคคลนั้นเป็นบุคคลที่บริษัทไม่ต้องการให้ทราบถึงข้อมูลดังกล่าว

(6) การเปิดเผยผลประโยชน์ที่สำคัญ (material interests)

(ก) ถ้าสิ่งตีพิมพ์มีคำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ และบริษัทที่ออกสิ่งตีพิมพ์นั้นๆ มีผลประโยชน์ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นๆ เช่น กรณีบริษัทได้รับค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ให้คำแนะนำนั้นด้วย คำแนะนำดังกล่าวจะต้องส่งไปพร้อมกับข้อความที่กล่าวถึงลักษณะขอบเขต และจำนวนของผลประโยชน์นั้น

(ข) กฎเกณฑ์ข้อนี้ไม่ใช้บังคับถ้าไม่มีบุคคลใดในกลุ่มบุคคลที่ให้คำแนะนำรู้ หรือควรรู้ถึงผลประโยชน์ของบริษัท

(7) การให้คำเตือนเกี่ยวกับความเสี่ยง

(ก) คำแนะนำทุกชนิดที่อยู่ในสิ่งตีพิมพ์ซึ่งอยู่ภายใต้ข้อบังคับของหมวดนี้จะต้องมีข้อความที่มีคำเตือนเกี่ยวกับความเสี่ยงในการลงทุนนั้นๆ แนบอยู่ด้วย อย่างไรก็ตามกฎเกณฑ์ข้อนี้ไม่ใช้บังคับกับสิ่งตีพิมพ์ที่แจกจ่ายในลักษณะที่บุคคลดังต่อไปนี้จะได้รับเท่านั้น

- ลูกค้าของบริษัทที่ให้คำแนะนำ ในกรณีที่บริษัทและลูกค้าได้ทำหนังสือข้อตกลง (customer agreement) ซึ่งข้อความส่วนหนึ่งในหนังสือข้อตกลงของลูกค้าได้มีคำเตือนเกี่ยวกับความเสี่ยงอยู่แล้ว

- บุคคลที่ประกอบธุรกิจการลงทุน (business investor) หรือเป็นนักลงทุนที่มีประสบการณ์ (experienced investor) หรือนักลงทุนมืออาชีพ (professional investor) ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายประเภทนี้

(ข) กฎเกณฑ์ข้อนี้ใช้บังคับครอบคลุมไปถึงกรณีของบทความที่มีการแสดงถึงผลการค้นคว้าหรือวิเคราะห์ซึ่งตีพิมพ์ในสิ่งตีพิมพ์ที่อยู่ภายใต้ข้อบังคับของหมวดนี้ โดยผลของการค้นคว้าหรือวิเคราะห์นั้นแนะนำว่าการซื้อธุรกิจลงทุนเป็นสิ่งที่ควรจะทำ ซึ่งเปรียบเสมือนว่าการนำบทความดังกล่าวไปลงในสิ่งตีพิมพ์เป็นการให้คำแนะนำว่าควรซื้อธุรกิจลงทุนนั้น

(8) ความเด่นชัดของการเปิดเผยข้อมูล (Prominence of disclosed) การเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่กำหนดโดยกฎหมายในหมวดนี้จะต้องกระทำโดยชัดเจนและให้ความสำคัญเมื่อเปรียบเทียบกับคำแนะนำที่ให้

3.2) ความสัมพันธ์กับลูกค้า (Customer relations) (Part 5 ; chapter 3)

(1) ความเหมาะสมของการลงทุน

(ก) บริษัทจะต้องไม่ให้คำแนะนำแก่บุคคลใด (นอกจากบุคคลนั้นจะเป็น market counterparty) หรือกระทำการซื้อ ขาย หรือแลกเปลี่ยนธุรกิจลงทุน หรือกระทำการใดๆ เพื่อหรือแทนบุคคลนั้น นอกจากว่าบริษัทมีเหตุผลอันควรเชื่อว่าการซื้อ ขาย หรือกระทำการนั้นๆ เหมาะสมกับบุคคลนั้น หลังจากที่บริษัทได้พิจารณาถึงข้อเท็จจริงเกี่ยวกับฐานะทางการเงินและฐานะการลงทุนของบุคคลนั้นแล้ว อย่างไรก็ตามข้อห้ามนี้ไม่ใช่บังคับในกรณีที่บุคคลนั้นประกอบธุรกิจการลงทุน (business investor) หรือเป็นนักลงทุนที่มีประสบการณ์ (experienced investor) หรือเป็นนักลงทุนมืออาชีพ (professional investor)

(ข) บริษัทจะต้องไม่กระทำการใดๆ กับหรือเพื่อลูกค้า (ที่ไม่ใช่ลูกค้าเฉพาะกรณี (execution only customer) หรือเป็นคู่กรณีฝ่ายหนึ่งในตลาดซึ่งทำธุรกิจอย่างเดียวกัน (market counterparty)) ถึงแม้ลูกค้าจะได้สั่งการให้บริษัทกระทำการดังกล่าวเพื่อตน ถ้าบริษัทเชื่อว่าการกระทำการซื้อขายนั้นๆ ไม่เหมาะสมกับลูกค้านอกจากลูกค้าสั่งการให้บริษัทกระทำการดังกล่าวอีกหลังจากได้รับคำแนะนำจากบริษัทถึงความไม่เหมาะสมของการลงทุนนั้นแล้วก็ตาม

(ค) กฎเกณฑ์ข้อนี้ไม่ได้ห้ามการที่บริษัทจะให้คำแนะนำกระทำการซื้อขายหรือกระทำการใดๆ เพื่อลูกค้า ในกรณีที่บริษัททราบถึงพฤติการณ์ซึ่งจะทำให้คำแนะนำการซื้อขาย หรือการกระทำการใดๆ เป็นการไม่เหมาะสมกับลูกค้า ถ้าไม่มีบุคคลใดในกลุ่มบุคคลที่ให้คำแนะนำ หรือทำการซื้อขาย หรือกระทำการใดๆ เพื่อลูกค้าได้ทราบถึงหรือควรจะทราบถึงข้อเท็จจริงดังกล่าว ทั้งนี้ ให้ถือว่าบุคคลดังต่อไปนี้ไม่มีหน้าที่ที่จะทราบถึงข้อเท็จจริงดังกล่าว ถ้า

- การจัดการนั้นเกิดขึ้นภายในบริษัทหรือภายในกลุ่มบริษัท โดยมีมาตรการป้องกันไม่ให้ข้อมูลดังกล่าวรั่วไหลไปยังลูกจ้างในหน่วยงานอื่นของบริษัท และ
- บุคคลนั้นเป็นบุคคลที่บริษัทไม่ต้องการให้ทราบถึงข้อมูลดังกล่าว

(ง) กฎเกณฑ์ข้อนี้ไม่ใช่บังคับถึงกรณีที่บุคคลกระทำธุรกิจใดๆ เนื่องมาจากการโฆษณาที่ไม่ได้ให้คำแนะนำว่าธุรกิจหรือการซื้อขายนั้นๆ เหมาะสมกับบุคคลประเภทใดโดยเฉพาะ

(2) คำแนะนำที่ดีที่สุด (Best Advice)

บริษัทที่ไม่ใช่บริษัท collective investment marketing จะต้องไม่ให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ เกี่ยวกับการลงทุนใน life policy หรือธุรกิจลงทุนใน regulated collective investment scheme นอกจากนี้บริษัทจะต้องไม่กระทำการใดๆ เพื่อลูกค้า (ที่ไม่ใช่ market counterparty หรือลูกค้าแบบ acquisition-only) ถึงแม้ลูกค้าจะได้สั่งการให้กระทำการนั้นๆ เพื่อตน เว้นแต่ลูกค้าได้สั่งการให้บริษัทกระทำการดังกล่าวอีกหลังจากได้รับคำแนะนำจากบริษัทถึงความไม่เหมาะสมของการลงทุนแล้วก็ตาม

(3) บริษัทจะต้องไม่แนะนำให้บุคคลใดๆ เข้าไปทำสัญญาข้อตกลงเพื่อซื้อธุรกิจลงทุนใน life policy หรือใน regulated collective investment scheme กับบุคคลที่ไม่ได้รับอนุญาต

(4) การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับค่าจ้างและค่าตอบแทนของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัท collective investment marketing

(ก) บริษัทใดที่ไม่ใช่บริษัท collective investment marketing จะต้องไม่ให้คำแนะนำต่อลูกค้าเกี่ยวกับการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับ life policy หรือธุรกิจลงทุนใน regulated collective investment scheme นอกจากนี้บริษัทจะได้เปิดเผยถึงวิธีการคิดค่าจ้างหรือค่าตอบแทนที่จะเรียกเก็บจากลูกค้าต่อลูกค้าแล้ว

(ข) ในกรณีบริษัทให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับ life policy ถ้าการเปิดเผยข้อมูลถึงวิธีการคิดค่าจ้างหรือค่าตอบแทนที่จะเรียกเก็บจากลูกค้าไม่ได้กระทำเป็นลายลักษณ์อักษร บริษัทจะต้องจัดส่งข้อมูลดังกล่าวที่เป็นลายลักษณ์อักษรต่อลูกค้าภายในเวลาอันควรหลังจากการให้คำแนะนำ

(ค) ในกรณีที่ลูกค้าขอรายละเอียดเกี่ยวกับการคิดค่าจ้างของบริษัทในการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนใน life policy หรือธุรกิจลงทุนใน regulated collective investment scheme บริษัทจะต้องจัดทำข้อมูลดังกล่าวเป็นลายลักษณ์อักษรแก่ลูกค้าภายในเวลาอันควร

(ง) หากบริษัทได้เปิดเผยข้อมูลต่อลูกค้าตามข้อกำหนดข้างต้นแล้วและภายหลังได้มีการเปลี่ยนแปลงอัตราค่าจ้างใหม่ บริษัทจะต้องจัดส่งอัตราค่าจ้างใหม่เป็นลายลักษณ์อักษรต่อลูกค้าในเวลาอันควร

(5) คำแนะนำที่มีการค้นคว้าและการวิเคราะห์เป็นฐานสนับสนุน

(ก) กฎเกณฑ์ข้อนี้ให้ใช้บังคับกับบริษัทใดๆ ที่เปิดเผยถึงผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์ต่อลูกค้าเป็นประจำ ซึ่งข้อมูลดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ลูกค้าจะได้รับจากการลงทุนตามคำแนะนำดังกล่าวในอนาคต นอกจากนี้ข้อมูลที่เปิดเผยนั้นมีข้อความว่าการค้นคว้าและการวิเคราะห์นี้ได้จัดทำมาโดยบริษัทเพื่อการดำเนินงานของบริษัทเท่านั้นและการที่ลูกค้าของบริษัทได้ผลการค้นคว้าและการวิเคราะห์นั้นเป็นเพียงผลพลอยได้เท่านั้น

(ข) บริษัทใดที่อยู่ภายใต้ข้อบังคับแห่งกฎเกณฑ์นี้และมีผลการค้นคว้า หรือการวิเคราะห์ใดๆ อยู่จะต้องไม่กระทำการเผยแพร่ผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์นั้น หรือทำการให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนซึ่งคำแนะนำนั้นได้มาจากผลการค้นคว้าหรือวิเคราะห์ นอกจากนี้บริษัทจะได้เผยแพร่หรือให้คำแนะนำต่อบุคคลซึ่งบริษัททำการเผยแพร่หรือให้คำแนะนำอยู่เป็นประจำในเวลาเดียวกัน

(ค) บริษัทใดที่อยู่ภายใต้ข้อบังคับแห่งกฎเกณฑ์นี้ซึ่ง

- มีผลการค้นคว้าหรือวิเคราะห์ใดๆ อยู่ในครอบครองและ
- คาดว่าจะทำการเผยแพร่ผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์นั้น หรือให้คำแนะนำใดๆ ที่ได้มาจากผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์นั้นแก่ลูกค้าของตน

บริษัทนั้นๆ จะต้องไม่ทำการซื้อหลักทรัพย์ (ในกรณี
ที่แนะนำให้ลูกค้าซื้อหรือผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่าควรซื้อหลักทรัพย์นั้น) หรือขายหลักทรัพย์ (ในกรณีที่แนะนำให้ลูกค้าขายหรือผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่าควรขายหลักทรัพย์นั้น) ที่ตนได้ให้คำแนะนำไปไม่ว่าในจำนวนเท่าใดก็ตามจนกว่าบริษัทจะได้ทำการเปิดเผยผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์หรือการให้คำแนะนำดังกล่าวต่อบุคคล ซึ่งบริษัททำการเผยแพร่ผลการวิเคราะห์และคำแนะนำอยู่เป็นประจำในเวลาเดียวกัน

(ง) กฎเกณฑ์ในข้อ (ค) ไม่ใช้บังคับในกรณีที่ไม่มีบุคคลใดในกลุ่มบุคคลที่ทำการซื้อหรือขายธุรกิจลงทุนเพื่อบริษัททราบหรือควรจะทราบถึงผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์หรือการให้คำแนะนำนั้น

(จ) บริษัทที่มีบริษัทในเครือที่มีผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์ อยู่ในครอบครองจะต้องไม่ทำการซื้อหรือขายธุรกิจลงทุนที่การค้นคว้าหรือการวิเคราะห์นั้น เกี่ยวข้องเพื่อตนเองหรือเพื่อลูกค้าที่เกี่ยวข้องกับตน

(ฉ) ถ้าบริษัทใดก็ตามที่อยู่ภายใต้ข้อบังคับของกฎเกณฑ์นี้ เชื่อว่าการเผยแพร่ผลการค้นคว้าหรือการวิเคราะห์หรือการให้คำแนะนำให้ลงทุนในธุรกิจลงทุนใดๆ อันเป็นผลจากการค้นคว้าหรือวิเคราะห์จะทำให้ลูกค้าของตนมีความต้องการซื้อธุรกิจลงทุนนั้นๆ จากบริษัทในปริมาณที่บริษัทไม่อาจจัดหาได้ถ้าไม่ทำการจัดซื้อธุรกิจลงทุนดังกล่าวเป็นการล่วงหน้า ในกรณีนี้บริษัทอาจจัดซื้อธุรกิจลงทุนนั้นๆ ก่อนที่จะมีการเผยแพร่หรือให้คำแนะนำ ได้ในปริมาณที่บริษัทเชื่อว่าจะเพียงพอต่อความต้องการของลูกค้าและจะไม่มีผลกระทบทำให้ราคาหลักทรัพย์นั้นสูงขึ้น โดยบริษัทจะต้องเปิดเผยข้อเท็จจริงเกี่ยวกับการกระทำความดังกล่าวต่อลูกค้าและชี้ให้เห็นถึงความจำเป็นในการกระทำความดังกล่าว

3.3) การโฆษณา (Advertisements) (Part 7 ; chapter 3)

ข้อกำหนดในการโฆษณาเกี่ยวกับธุรกิจที่ปรึกษาการลงทุนมีดังต่อไปนี้

(1) ความเด่นชัดของข้อความ

ข้อความที่กำหนดให้มีในการโฆษณาจะต้องมีความเด่นชัดไม่น้อยกว่าข้อความอื่นๆ ในโฆษณา

(2) การขอความเห็นชอบ

ก่อนที่บริษัทจะออกโฆษณาใดๆ จะต้องได้รับความเห็นชอบจากบุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งเพื่อวัตถุประสงค์นี้โดยเฉพาะ

(3) เนื้อหาที่ชัดเจน

การโฆษณาจะต้องมีเนื้อหาที่ชัดเจนและไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิด

(4) การแยกโฆษณาออกจากเนื้อหาอื่นให้ชัดเจน

วิธีการนำเสนอและถ้อยคำของข้อความใน โฆษณาจะต้องแสดงให้เห็นชัดว่าข้อความดังกล่าวเป็นการโฆษณาเพื่อสนับสนุนการลงทุน การให้บริการ และในกรณีมีบทความอื่นๆ รวมอยู่ด้วยในสิ่งตีพิมพ์ที่มีการโฆษณาจะต้องแยกการโฆษณาออกจากบทความอื่นๆ ให้ชัดเจน

(5) การโฆษณาจะต้องบ่งชี้การลงทุนและการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการโฆษณาอย่างชัดเจน

การโฆษณาที่ไม่ใช่ short form advertisement หรือ image advertisement จะต้องมีการอธิบายถึงลักษณะของการลงทุน หรือการบริการที่เกี่ยวข้องกับการโฆษณานั้นโดยชัดเจน

(6) การโฆษณาจะต้องมีจุดประสงค์ที่แท้จริง

การโฆษณาจะต้องไม่ทำไปโดยมีจุดประสงค์ที่จะชักชวนบุคคลผู้อ่านหรือฟังโฆษณาเข้าไปลงทุนหรือใช้บริการในด้านอื่นๆ นอกเหนือไปจากการลงทุนหรือการให้บริการที่ได้ระบุไว้ในคำโฆษณา

(7) การเปิดเผยฐานะของผู้โฆษณา

การโฆษณาที่ชักชวนให้บุคคลใดๆ เข้าไปร่วมทำข้อตกลงการลงทุนกับอีกบุคคลหนึ่งที่ได้ระบุชื่อไว้ในคำโฆษณาจะต้อง

(ก) รวมข้อความซึ่งอธิบายถึงฐานะของบุคคลที่ได้ระบุชื่อไว้ในคำโฆษณาว่าบุคคลดังกล่าวจะเข้าร่วมในข้อตกลงการลงทุนในนามของตนเองหรือในนามของตัวแทนเพื่อบุคคลอื่น

(ข) และในกรณีมีการเข้าร่วมในข้อตกลงการลงทุนในนามของตัวแทนเพื่อบุคคลอื่นจะต้องระบุชื่อของบุคคลที่เข้าทำหน้าที่เป็นตัวแทนด้วยถ้าหากกระทำได้

(8) การเปิดเผยของครผู้ควบคุมดูแลบริษัท

(ก) การโฆษณาที่ไม่ได้อยู่ในรูปของ short form หรือ image advertisement จะต้องมีข้อความดังต่อไปนี้

- ในกรณีที่การโฆษณาจัดทำโดยบริษัทจะต้องมีข้อความว่า
บุคคลผู้จัดทำโฆษณาอยู่ภายใต้การควบคุมของ FSA

- ในกรณีที่การโฆษณาไม่ได้ถูกจัดทำโดยบุคคลรับอนุญาต
แต่ได้รับความเห็นชอบจากบริษัทจะต้องมีข้อความว่าการโฆษณานั้นได้รับความเห็นชอบจากบุคคล
ที่อยู่ภายใต้การควบคุมของ FSA

(๗) ในกรณีที่การโฆษณาเป็นการโฆษณาสินค้าหรือการบริการ
ของบุคคลอื่นที่ไม่ใช่บริษัทผู้จัดทำหรือให้ความเห็นชอบการโฆษณานั้น คำโฆษณาจะต้องระบุว่า

- บุคคลนั้นเป็นบุคคลรับอนุญาตหรือไม่

- ถ้าบุคคลนั้นเป็นบุคคลรับอนุญาตให้ระบุชื่อองค์กรที่
รับผิดชอบในการควบคุมการประกอบธุรกิจของบุคคลนั้น และแสดงหลักฐานที่ชี้ให้เห็นว่าองค์กร
นั้นเป็นองค์กรที่รับผิดชอบในการควบคุม

(9) การโฆษณาจะต้องไม่แสดงความเป็นนัยถึงการได้รับการรับรอง
จากรัฐบาล

การโฆษณาจะต้องไม่มีข้อความใดๆ ที่ระบุหรือแสดงโดยนัยว่า
การลงทุนหรือธุรกิจใดๆ ในคำโฆษณาได้รับการรับรองจากหน่วยงานใดๆ ของรัฐบาล หรือจาก
FSA แต่การโฆษณาสามารถกล่าวถึงข้อได้เปรียบของการได้รับยกเว้นภาษีการลงทุนได้

(10) การสรุปความในการโฆษณาจะต้องกระทำด้วยความยุติธรรม
การโฆษณาที่ระบุเฉพาะสิทธิ หน้าที่ และเงื่อนไขบางส่วนของ
การลงทุนจะต้องระบุข้อมูลดังกล่าวให้เพียงพอที่จะทำให้ผู้ลงทุนเห็นถึงภาพรวมของลักษณะ
การลงทุน โดยยุติธรรม และแสดงให้เห็นถึงข้อผูกมัดทางการเงินและความเสี่ยงของการลงทุน
นอกจากนี้ต้องระบุว่าข้อความที่สมบูรณ์ที่เป็นลายลักษณ์อักษรจะหาได้ที่ไหนอย่างไร

(11) การอ้างคำชมเชยของบุคคลใดๆ ในคำโฆษณา
การโฆษณาสามารถอ้างคำชมเชยของบุคคลใดๆ เกี่ยวกับ
การลงทุนหรือการบริการได้ต่อเมื่อ

(ก) ในกรณีที่บุคคลเป็นลูกจ้างหรือเกี่ยวข้องกับบริษัทจะต้อง
ระบุข้อเท็จจริงดังกล่าวในการโฆษณาด้วย

- (ข) การอ้างถึงคำชมเชยจะต้องได้รับความยินยอมจากบุคคลดังกล่าวก่อนและ
- (ค) ข้อความของคำชมเชยจะต้องเกี่ยวข้องกับการลงทุนหรือการบริการในคำโฆษณา
- (ง) ในกรณีที่คัดเอาเฉพาะข้อความบางส่วนของคำชมเชยมาตีพิมพ์ ข้อความส่วนนั้นจะต้องให้ใจความที่เหมือนกับใจความจากการอ่านคำชมเชยโดยเต็ม
- (จ) ภายหลังจากเวลาที่ผ่านไป ข้อความคำชมเชยดังกล่าวยังไม่กลายเป็นข้อความที่ผิดพลาดหรือก่อให้เกิดความเข้าใจผิด

(12) การเปรียบเทียบการลงทุนกับการลงทุนอื่นๆ

การโฆษณาจะต้องไม่ทำการเปรียบเทียบหรือแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างการลงทุนในคำโฆษณากับการลงทุนโดยวิธีอื่นๆ หรือการบริการ หรือผู้ให้บริการในคำโฆษณากับการบริการอื่นๆ นอกเสียจากการเปรียบเทียบหรือการแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างจะกระทำด้วยความยุติธรรม

(13) ผลการดำเนินงานในอดีต

การโฆษณาจะต้องไม่รวมข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนในอดีตของการลงทุนใดๆ นอกจากว่าผลตอบแทนดังกล่าวจะมีความสัมพันธ์กับการลงทุนในคำโฆษณา และในกรณีที่ข้อมูลดังกล่าวได้มาจากที่อื่นนอกเหนือจากผู้โฆษณาต้องระบุแหล่งที่มาของข้อมูลดังกล่าว และหากมีการคัดเอาข้อมูลเพียงบางส่วนมาตีพิมพ์ข้อมูลส่วนนั้นจะต้องไม่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิดหรือความไม่ยุติธรรมและข้อมูลที่คัดออกโดยไม่ลงในสิ่งตีพิมพ์จะไม่ทำให้ผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนในอดีตดูสูงเกินความเป็นจริง อย่างไรก็ตามหากข้อมูลดังกล่าวถูกแสดงในรูปของกราฟหรือแผนภูมิจะต้องไม่มีการคัดเอาส่วนหนึ่งส่วนใดของข้อมูลออกเพื่อที่จะก่อให้เกิดความเข้าใจผิดถึงอัตราผลตอบแทนและแนวโน้มของผลตอบแทน อนึ่ง การโฆษณาจะต้องมีข้อความเตือนว่าตัวเลขในอดีตไม่จำเป็นจะต้องเป็นตัวเลขบ่งบอกถึงตัวเลขในอนาคตด้วย

(14) คำเตือนถึงความเสี่ยง

การโฆษณาจะต้องมีข้อความเตือนถึงความเสี่ยงของการลงทุนที่ระบุไว้ในคำโฆษณา โดยคำเตือนถึงความเสี่ยงเหล่านี้รวมถึงคำเตือนในกรณีที่ค่าบริการหรือ

ค่าใช้จ่ายในการลงทุนในช่วงแรกๆ ของการลงทุนนั้นสูงกว่าช่วงท้ายของการลงทุน ถ้าผู้ลงทุนถอนตัวจากการลงทุนในช่วงแรกของการลงทุนผู้ลงทุนอาจไม่ได้ผลตอบแทนที่สูงเท่าที่ควร ค่าเตือนถึงการขึ้นลงในราคาของธุรกิจลงทุนผู้ลงทุนอาจไม่ได้เงินลงทุนของตนกลับคืนมาเต็มจำนวนเนื่องจากการลดค่าของธุรกิจลงทุน ค่าเตือนในกรณีที่มีการลงทุนในหน่วยเงินของต่างประเทศ อาจเกิดความเสียหายทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนได้ ค่าเตือนในกรณีที่ผู้ลงทุนสามารถขาดทุนในจำนวนที่เขาลงทุนไปในตอนแรก ค่าเตือนในกรณีของ margined transaction ว่าการลงทุนประเภทนี้เหมาะสำหรับนักลงทุนที่มีประสบการณ์เท่านั้น นอกจากนี้ควรมีค่าเตือนในกรณีที่การโฆษณาชี้แนะให้มีการลงทุนที่ไม่สามารถเห็นผลได้ทันทีด้วย ทั้งนี้ กฎเกณฑ์ข้อนี้ใช้บังคับกับการโฆษณาที่ไม่ใช่ short form หรือ image advertisement

2.2.1.3 มาตรการทางกฎหมายในการควบคุมและกำกับดูแลผู้ให้คำปรึกษาการลงทุนเพื่อบังคับการให้เป็นไปตามกฎหมาย

1) มาตรการลงโทษทางแพ่ง

FSA มีอำนาจในการดำเนินคดีแพ่งกับผู้ให้คำแนะนำเกี่ยวกับการลงทุนในหลักทรัพย์ตาม Financial Services Act of 1986 ดังต่อไปนี้

(1) คำสั่งห้าม

FSA อาจร้องขอต่อศาลให้ออกคำสั่งห้ามเพื่อหยุดยั้งการละเมิดของผู้ให้คำแนะนำในการลงทุนและศาลอาจออกคำสั่งดังกล่าวหากฟังเป็นที่พอใจว่า

(ก) มีความเป็นไปได้ที่สมเหตุสมผลว่าบุคคลหนึ่งบุคคลใดจะละเมิด Section 3 นั่นคือ กระทำการเกี่ยวกับธุรกิจการลงทุน ซึ่งรวมถึงการโฆษณาหรือการให้คำแนะนำในการลงทุนโดยไม่ได้รับอนุญาต หรือ⁹⁹

⁹⁹ Ibid., s. 6 (1).

(จ) ได้มีบุคคลกระทำการเกี่ยวกับธุรกิจการลงทุน โดยไม่ได้รับอนุญาต และมีความเป็นไปได้อย่างสมเหตุสมผลว่าบุคคลนั้นจะยังคงละเมิดต่อไปหรือทำซ้ำซึ่งการละเมิด หรือ¹⁰⁰

(ค) มีความเป็นไปได้อย่างสมเหตุสมผลว่าบุคคลใดจะละเมิดบทบัญญัติแห่งกฎหรือข้อบังคับว่าด้วยการดำเนินธุรกิจการลงทุน กฎขององค์กรควบคุมตนเองที่ได้รับการยอมรับหรือองค์กรทางวิชาชีพที่ได้รับการยอมรับ หรือสถาบันหักบัญชีที่ได้รับการยอมรับ หรือมีบุคคลได้ละเมิดบทบัญญัตินี้ดังกล่าวและมีความเป็นไปได้อย่างสมเหตุสมผลว่าจะมีการละเมิดต่อไปหรือละเมิดอีก หรือมีบุคคลที่ละเมิดบทบัญญัตินี้ดังกล่าวและมีช่องทางที่จะกระทำการเพื่อแก้ไขการละเมิดนั้นๆ ทั้งนี้ ในกรณีที่มีการละเมิดต่อกฎขององค์กรที่ได้รับการอนุญาต SIB จะร้องขอต่อศาลได้ต่อเมื่อเห็นว่าองค์กรเหล่านั้นไม่สามารถหรือไม่ประสงค์จะใช้มาตรการที่เหมาะสมเพื่อหยุดยั้งการละเมิดดังกล่าว

(2) การกลับสู่สถานะเดิม

ในกรณีที่มีบุคคลหนึ่งบุคคลใดประกอบธุรกิจการลงทุน โดยไม่ได้รับอนุญาต¹⁰¹ หรือกระทำการอันเป็นการละเมิดต่อบทบัญญัติแห่งกฎหรือข้อบังคับว่าด้วยการดำเนินธุรกิจการลงทุน หรือกฎขององค์กรควบคุมตนเองที่ได้รับการยอมรับ หรือองค์กรทางวิชาชีพที่ได้รับการยอมรับ หรือสถาบันหักบัญชีที่ได้รับการยอมรับ¹⁰² FSA อาจร้องขอต่อศาลให้ออกคำสั่งให้คู่กรณีกลับสู่สถานะเดิมก่อนหน้าที่จะมีการละเมิด

(3) ให้ชดใช้คืนกำไรที่ได้รับหรือชดเชยความเสียหายที่เกิดแก่ผู้ลงทุน การออกคำสั่งให้ชดใช้คืนซึ่งกำไรที่ได้รับแก่ศาลหรือพนักงานพิทักษ์ทรัพย์หรือชดเชยความเสียหายที่เกิดแก่ผู้ลงทุนอันเป็นผลของการละเมิดให้แก่ผู้ที่ได้รับความเสียหายนั้นอาจเป็นกรณีของความรับผิดทางแพ่งตาม Section 6 (3) ซึ่งเป็นกรณีที่บุคคลใดประกอบธุรกิจการลงทุน โดยไม่ได้รับอนุญาต หรือกรณีของความรับผิดทางแพ่งตาม Section 61 ทั้งนี้ ในการออกคำสั่งศาลอาจมีคำสั่งทั้งสองกรณีหากเห็นเป็นการสมควรและจะก่อให้เกิด

¹⁰⁰ Ibid.

¹⁰¹ Ibid., s. 6 (2).

¹⁰² Ibid., s. 61 (1).

ความยุติธรรม อนึ่ง การฟ้องเรียกค่าเสียหายอาจกระทำโดยผู้ลงทุนที่ได้รับความเสียหายจากการกระทำละเมิดกฎข้อบังคับของ SRO¹⁰³ หรืออาจมอบให้ FSA ฟ้องเรียกค่าเสียหายจากผู้กระทำผิดในนามผู้ลงทุนก็ได้

2) มาตรการลงโทษทางอาญา

FS ได้กำหนดมาตรการลงโทษทางอาญาแก่ผู้ให้คำแนะนำการลงทุนที่กระทำความผิดดังต่อไปนี้

(1) แสดงข้อความ ให้สัญญา หรือทำนายโดยรู้ว่าเป็นการที่ทำให้เข้าใจผิด เป็นเท็จ หลอกลวง หรือปกปิดข้อเท็จจริงอันสำคัญโดยไม่สุจริต หรือโดยประมาทแสดงข้อความ ให้สัญญา หรือทำนายโดยเป็นการทำให้เข้าใจผิด เป็นเท็จ หรือหลอกลวงเพื่อจูงใจหรือประมาทไม่ใส่ใจว่าอาจจูงใจบุคคลอื่นเข้าหรือเสนอว่าจะเข้าหรืองดเว้นจากการเข้าหรือเสนอที่จะเข้าทำข้อตกลงในการลงทุน หรือใช้หรืองดเว้นไม่ใช้สิทธิใดๆ ที่เกี่ยวกับการลงทุน¹⁰⁴

(2) กระทำการอย่างใดๆ หรือเข้าร่วมในการกระทำใดๆ ที่ก่อให้เกิดความเข้าใจผิดหรือผิดหลงเกี่ยวกับสถานะหรือราคาหรือมูลค่าของการลงทุนโดยมุ่งสร้างความเข้าใจนั้นและเป็นเหตุให้ชักจูงบุคคลอื่นให้ได้ไป จำหน่าย จอง หรือค้ำประกันการขายซึ่งการลงทุน หรืองดเว้นจากการกระทำเช่นว่า หรือใช้หรืองดใช้สิทธิใดที่ให้ไว้โดยการลงทุนเหล่านั้น¹⁰⁵

ทั้งนี้ การกระทำความผิดดังกล่าวจะต้องเข้าตามเงื่อนไขดังต่อไปนี้

(1) การกระทำความผิดดังกล่าวต้องทำลงหรือส่วนหนึ่งส่วนใดของการกระทำได้ถูกทำลงในสหราชอาณาจักร หรือ

(2) ความเข้าใจผิดหรือทำให้เข้าใจผิดต้องเกิดในสหราชอาณาจักร

¹⁰³ Ibid., s. 62.

¹⁰⁴ Ibid., s. 47 (1).

¹⁰⁵ Ibid., s. 47.

อนึ่ง บุคคลที่กระทำความผิดเกี่ยวกับการแสดงเท็จต้องระวางโทษจำคุกไม่เกิน 7 ปี หรือปรับ หรือทั้งจำทั้งปรับ ถ้าเป็นการลงโทษโดยมีการไต่สวนมูลฟ้อง หรือจำคุกไม่เกิน 6 เดือน หรือปรับไม่เกินชั้นสูงที่กฎหมายกำหนด หรือทั้งจำทั้งปรับ ถ้าเป็นการลงโทษโดยการพิจารณาแบบรวบรัด¹⁰⁶

¹⁰⁶ Ibid., s. 47.