

证券投资顾问受信义务研究

甘培忠 周 淳

20世纪以来,商品经济开始向知识经济、信息经济转变,专业分工的不断细化产生了对信息和知识的差异性分配,专业化和规模集中导致服务关系中信息、知识和经验的垄断以及实质话语权和心理地位的差别状态。变化了的社会现实需要有效、清晰的制度约束权力、调整不平等、克服利益冲突引发的机会主义行为,但现有法律制度难以胜任。传统民商法发端于货物买卖中主体地位平等的简单商业事务,主张风险自负、责任自担,奉行意思自治、契约自由为圭臬,在对处这种复杂关系时完全不能彰显公信尺度,不能公正化解纷争;被誉为帝王原则的诚实信用原则,也只限于解决默示担保责任、基于错误和欺诈解除合同等问题,而且请求方要负担举证责任、达到较高的证明标准——但这在证券、医疗、金融衍生交易等专业性极强的行业几乎是不可能达到的。

在我国,学者对受信关系的研究较多关注在信托法、公司法和合伙企业法以及医患关系层面,对受信关系的本质及伴随社会生活的复杂化带来的应该扩展的适用领域的探讨或是浅尝辄止,或是浮光掠影。其实,受信制度已经成为支撑现代国家经济与其他社会结构安全与清洁、稳健运转的基本制度之一,覆盖了金融、风险事业和政府行政行为等方方面面的领域,成为任何处在强势地位、专业垄断和拥有控制权的个人、团体的行动指引和戒律,同时也是基于信赖和复杂生活需求对他人有所利益托付的弱者的“万能防腐剂和打狗棍”。从法律关系的视角看,受信关系的本质是“一方所处的不利或易受损害的地位使其依赖对方,需要以衡平法要求对方根据良心行事的方法来保障自己。”^[1]其制度关注点在于一方当事人应在多大程度上承认并尊重对方的利益。受信制度一面与怜悯、忠诚等人类美德具有天然联系,一面又因通过复合标准校正具体情形中的不正义而富有活力,在英美法

国家对商业和金融交易的引导和规范中得到充分的适用。在美国,有学者建议广泛适用受信制度以弥补现有财产、合同和侵权制度的不足,在金融危机之后引起了学界的充分重视。^[2]在英国,受信关系法与侵权法、刑法、金融管制法共同构成金融领域的强制性规范。^[3]本文中,笔者将以证券投资咨询行业中的受信关系(Fiduciary Relationship)和受信义务(Fiduciary Duty)为立足点,以美国法相关规则为主要参照,探讨我国法中有关制度的构建和改进。

一、证券投资咨询行业中受信义务的主体

“向他人提供投资建议者具有难以想象的经济力量。”^[4]证券投资顾问直接影响了资本市场的资金流通,从而影响国家的资源配置。从宏观层面讲,好的投资顾问可以准确预期社会的未来需求,引导资源的流向,而粗心大意、意图欺骗或者毫无责任感的投资顾问则可能使资本流动偏离最有效的使用方向,损害投资者的利益,削弱社会公众的投资意愿和信心。证券投资咨询行业制度设计的关键在有效的激励机制,防止投资顾问的投机、欺诈等不当行为,鼓励投资顾问谨慎、理性地履行其职责。

证券市场瞬息万变。由于交易成本的存在和人的理性局限,投资者与投资咨询人员很难在事前订立完备的合同;另一方面,鉴于证券的复杂性和证券投资的高度专业性,投资者与咨询人员之间也存在信息、谈判能力等的不平等,咨询人员对投资者投资决策具有影响力,而投资者一般也会依赖并信任咨询人员的信息、知识和技能。法律规定相关专业人员负有尊重投资者利益的义务,明确该义务的指向和内容,不仅起到合同的“空白填补”作用,^[5]也得以促进该等关系中信任和激励的建立,从而增进金融服务业的安全,增加社会净收益。^[6]

在我国,证券投资咨询业务实行严格的特许制,机构

[1] Hospital Products Ltd v. United States Surgical Corp (1984) 55 A.L.R.417.

[2] See Tamar Frankel, Fiduciary Law, California Law Review, Vol. 71, 1983, pp. 795—836. 有关讨论参见2011 The Trustees of Boston University Boston University Law Review, May, 2011, 91 B.U.L. Rev. pp. 833—1298系列评论文章。

[3] Alastair Hudson, Law of Finance, Sweet & Maxwell, 2009, p. 94.

[4] David B. Levant, Financial Columnists as Investment Advisers: After Lowe and Carpenter, 74 Calif.L.Rev. 2051.

[5] See Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, Contract and Fiduciary Duty, 36 J.L. & Econ. 425(1993).

[6] See Tamar Frankel, Fiduciary Duties as Default Rules, Oregon Law Review 74 (1995).



和个人须同时具备经营资格和从业资格。^[7] 证券投资咨询机构一般分为两类,一类是专营的投资咨询机构,一类是兼营咨询业务的证券公司。该项业务又包括两个层面:(一)公司层面的证券研究业务,为券商内部经纪、承销、自营等业务提供支持,为券商外部的基金等机构提供研究分析报告;(二)营业部层面的咨询服务,主要是为客户提供买卖证券的分析建议、供给证券资讯。据此,证监会新颁布的《证券投资顾问业务暂行规定》(以下简称“《投资顾问暂行规定》”)、《发布证券研究报告暂行规定》(以下简称“《行研暂行规定》”)将从从事证券投资咨询业务的人员分为投资顾问和分析师两类进行监管,并制定了不同的注册管理要求和行为准则。但证券投资顾问和分析师并未穷尽直接或间接向投资者提供投资建议的人员,实践中,财经媒体或者其他综合性媒体会制作和传播大量与证券投资相关的资讯信息,证券经纪人在为投资者“代理买卖”时也往往会提供买卖证券的具体建议。对投资者负有受信义务的主体究竟应当包括哪些?在什么样的情形下有关专业人员与投资者之间的法律关系构成受信关系?这些,首先须明确无误。

(一)证券投资顾问

“受信关系存在于这样的双方间,其中一方在一定范围内负有为另一方的利益行事或提供建议的责任。”^[8]“若某人基于合同抑或其他考虑而为他人的财务事务提供建议,法院通常认为他对该他人负有受信义务。”^[9]投资顾问与投资者之间毫无疑问地存在着受信关系。我国证监会正式颁布的《投资顾问暂行规定》对“投资顾问”的定义比征求意见稿增加了“辅助投资者作出投资政策”一语,强调了现有监管框架下投资咨询与委托理财、资产管理的区别。易言之,证券投资顾问仅提供各类投资建议,投资者是否接受,由其自行决定,投资顾问对其账户和财产并不具有支配力或控制力。即使证券投资顾问提供了虚假信息,或者存在利益冲突的情形,只要投资者没有依照投资顾问的建议行事,在结果上并无影响。然而,法律不能存在侥幸心理,寄希望于投资者自身的理性,而且事实上投资者的理性也往往是难以依靠的。是以,对仅辅助决策的投资顾问,其受信义务也是成立的。无论该等顾问持有何种专业资格,是问答咨询还是提供帮助,都必须对投资者承担信义义务。在损失发生的情

形下,仅对投资者提供辅助性服务的咨询人员承担责任的范围和程度可相较于投资者账户具有控制权或者被投资者接受咨询意见加以实施的投资顾问为低。

《证券法》规定,证券投资咨询活动的从业者须为经证监会批准的证券公司和投资咨询机构,《投资顾问暂行规定》也将投资顾问业务定义为特许业务。对未经特许而从事的、具有提供投资建议、辅助投资决策实施的营利活动,不适用《证券法》、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》和《投资顾问暂行规定》。但对受信关系的认定,并不以行为人是否具备法律法规所要求的特许经营资格为前提,而着眼于对双方法律关系实质的判断。在美国法上,法律一方面规定投资顾问必须按规定注册,另一方面,即便行为人不具备特许资格,若其以投资顾问身份行事,并使投资者信赖其知识、技能与信息,则构成受信关系,以遏止逃避监管的投机行为,值得我国借鉴。

(二)证券分析师

证券分析师一般分为卖方分析师、买方分析师和独立分析师3类。^[10]其中卖方分析师供职于券商,其研究报告公开发布,供机构和个人投资者使用;买方分析师供职于共同基金、养老基金、保险公司等投资机构,为本机构投资决策服务;独立分析师则不任职于任何券商、基金公司,旨在提供公正、客观的证券评价。分析师的职能为收集和分析信息,使市场了解有关证券定价与内在价值的偏离,从而提高市场的定价效率,被誉为“证券市场的守门人”。^[11]传统上证券分析师的研究报告不向公众投资者公开,但近年来随着互联网的普及和现代通讯的发展,公众可以通过各种渠道获得研究报告,证券分析师也频繁利用媒体发表其对股票和市场的观点。问题是,信息的接受者并不了解分析师提供特定信息的依据和利益涉入程度,在大多数情况下,他们也不可能获得充分的、完全的信息。^[12]同时,分析师与投资顾问之间最重要的区别在于,分析师在做出买入或卖出股票的推荐时,并非提供个人化建议,也并不考虑投资者的个人情况。针对这一现状,产生了对分析师行业的不同规制思路。安然案之后,美国证交会认为分析师不负责任的研究报告对市场泡沫负有责任,对分析师经费来源的限制、利益冲突的强制性披露、信息隔离的建立等均反映了监管部门将分析师趋

[7]《证券、期货投资咨询管理暂行办法》第3条。

[8]The Restatement (Second) of Torts § 874 Comment, Amended at 1979.

[9] Investors Compensation Scheme Ltd v West Bromwich Building Society, Lloyds Rep. RN 496, 509, 1999.

[10] <http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.html>, Last Visited on April 25, 2012.

[11] Securities & Exchange Commission, Statement Regarding Global Settlement Related to Analyst Conflicts of Interest, Apr. 28, 2003, From <http://www.sec.gov/news/speech/spch042803com.htm>, Last Visit on April 30, 2012.

[12] See Elizabeth A. Nowicki, A Response to Professor John Coffee: Analyst Liability Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, 72 U. Cin. L. Rev. 1305.

向于公众投资者的受信义务人监管的意向。但这一意向并未得到法院的支持,也遭到了学者的激烈反对。例如,Fisch教授认为,证券分析师的研究报告具有公共产品属性,必须依赖于投行、共同基金的经费支持,因此该行业天然地存在利益冲突,而受信义务的核心为专一的忠实(Undivided Loyalty),若强行将证券分析师置于受信义务人的角色(必然意味着私人诉讼的发生),过度地追求其经费和信息来源的独立性,必将导致分析师行业回归封闭——众多公司无法成为分析师研究的对象、公众投资者不可能从任何渠道获得研究报告,证券市场的有效性会大幅降低。^[13]笔者认为,分析师并不对投资者提供个体化的投资建议,将其视为公众的受信义务人于理不合,但现行法律缺乏对分析师因利益冲突做出不实或不当推荐的应对机制,可能给投资咨询行业带来巨大风险。对前述行为的私人诉讼很难达到反欺诈条款所要求的标准:分析师对研究报告的署名,被视为其作出独立、公正和客观推荐的默示承诺,报告中任何虚假或误导性陈述都应视为其明知不当;但因果关系很难证明,除非推荐与证券价格的下跌被证明有直接关系。^[14]在美国,许多针对分析师的诉讼在起诉阶段即因无法证明因果关系被法院驳回,甚至有学者宣称对分析师的反欺诈诉讼是不可能完成之任务,对分析师的监管应主要依靠行业自律规范和声誉机制。^[15]但在我国,有关规范还远未到位,对证券分析师行为的监督应当进一步完善。^[16]至少,法律应当提出面向公众发布的证券分析意见其中不能隐藏分析师及其被代理人的反向利益,从而防止“抢帽子”证券欺诈行为。

(三) 证券经纪人

证券经纪业务是指证券公司接受客户委托、代理客户买卖证券的中介业务。^[17]在为客户执行交易时,经纪人将不可避免地面对客户的咨询,或者为了招揽客户而主动地提供资讯、给出建议。在美国金融市场上,证券经纪人是最为活跃的一个群体,证券经纪人除了代理交易和产品营销这两个传统角色,还担负着客户服务、投资咨询、投资管理等多种职能中的一个或多个,从提供通道到集销售、理财等于一身。

一般来讲,经纪人并不负有向投资者提供建议的义务,在英国法官认为,对非成熟投资者,经纪人负有提示分散投资风险的义务。^[18]但该义务系道德义务,而非具有强制性的受信义务。在经纪人附带性地进行股票购买推荐时,其义务限于对客户进行基于其财务状况和理财目标的适当推荐,如其提供的信息是虚假或错误的,须承担证券法欺诈或过失侵权的责任。^[19]但适当性规则系行业自律规则,而非法律的强行性规定,且适当性规则并不要求为客户最佳利益服务,也不要求经纪人事先披露利益冲突交易,毋庸说将客户利益置于自身利益之上——而为客户最佳利益行事正是受信义务的要义。可以说,适当性规则的要求远低于受信义务。在法定情形下,证券经纪人被认为应与投资顾问承担相类似的受信义务。1999年美国证交会形成了Merrill规则,明确券商除非符合以下条件,否则不得获得《投资顾问法》豁免:1.咨询业务仅为其经纪或做市行为的附带;2.未就咨询服务获得特殊报酬。^[20]具体而言,券商若仅获得佣金或其他与交易相关的

[13] See Jill E. Fisch, *The Analyst as Fiduciary: A Misguided Quest for Analyst Independence*, Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=934850>, Also see Jill E. Fisch & Hillary Sale, *The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts*, 88 Iowa L. REV. 1035, pp. 1040-1043 (2003).

[14] 在Lentell v. Merrill中,法官宣称:“任何依据反欺诈条款提起的诉讼,必须证明被告被诉行为导致了原告的损失。原告的损失必须是被告虚假陈述或重大遗漏所可以合理预见的后果,除非原告证明被告虚假陈述或重大遗漏是股价下跌的原因,比如该虚假陈述或重大遗漏对市场隐瞒了某些消息或风险,其被披露后对股票价值带来了消极的影响,否则原告的损失就是不可预见的。普通法的反欺诈诉讼和《私人诉讼改革法》的要求相似,均要求原告提供足够的证据证明被告的虚假陈述或重大遗漏与股价下跌之间存在因果关系,仅证明被告的虚假陈述或重大遗漏导致了股票购买时的价格与其真实投资价值的差异是不够的。”法官还明确指出,“利益冲突可能带来欺诈,但在没有相关其他证据的情况下不能证明欺诈。” See Lentell v. Merrill, 396 F.3d 161 (2d Cir.2005).

[15] See John Coffee, *Security Analyst Litigation*, N.Y.L.J., Sept. 20, 2001, Elizabeth A. Nowicki, *Response to Professor John Coffee: Analyst Liability under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934*, 72 U. Cin. L. Rev. 1305.

[16] 证监会颁发的《行研暂行规定》虽对分析师制作并发布研究报告的行为予以规范,但对利益冲突的披露强调不足,在发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时要求披露的仅限于“公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的”,不包括证券公司其他部门为该公司提供承销保荐、财务顾问等业务的披露,1%作为披露点也相对较高。

[17] 彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第189页。

[18] 在英国一案案例Briggs v. Grimmer中,法院认为券商并无向投资人提供建议的义务,但是如果它提供了有关建议,就应当诚实、并且尽自己最大能力进行。同时法官又认为,如果客户并非成熟投资者,经纪人负有道德义务提示投资者分散投资风险。See Nakajima Chizu, *Conflicts of Interest and Duty: A Comparative Analysis in Anglo-Japanese Law*, Kluwer Law Intern, 1999, pp. 70-80.

[19] 美国判例认为,对向经纪业务的客户提供投资建议,但对其账户不享有决定权(non-discretionary)的经纪商,对该经纪业务的客户不负有信义义务。See DE Kwiatkowski v. Bear Stearns, 306 F.3d 1293 (2d Cir. 2002).

[20] Investment Advisers Act of 1940 §202, 15 U.S.C §80b-2(a)(11)(C)(2001).



费用,则构成未获得特殊报酬,若取得任何与其对账户操作不相关的费用,则构成“特殊报酬”。2005年证交会修改了前述规则,取消了“特殊报酬”标准,即对提供以依资产成长状况收取费用账户(Fee-based Accounts)的券商,只要其投资建议是经纪业务的附带,且符合特定的信息披露标准,即可排除《投资顾问法》的适用。^[21]2009年金融危机后,Dodd-Frank法案授权证交会制定新的规则,对向分散投资者提供个体化投资建议的证券经纪人,其行为准则应至少达到与投资顾问相同的严格程度,统一适用《投资顾问法》第206条规定。^[22]应该说,这一规则是合乎理性的,市场上大量的广告、劝诱行为使公众投资者误以为经纪人是值得信赖的投资顾问,从而诱导投资者依赖其做出投资决策,^[23]监管机构应当采取措施,对实质相同的交易行为施以相同的监管标准,防止投机和寻租行为。

我国《投资顾问暂行规定》第34条规定,“证券公司从事证券经纪业务,附带向客户提供证券及证券相关产品投资建议服务,不就该项服务与客户单独作出协议约定、单独收取证券投资顾问服务费用的,其投资建议服务行为参照执行本规定有关要求。”这一规定基本沿袭了美国法的相关规则,采用了“单独协议约定”和“单独收费”双重标准,但“参照执行本规定有关要求”的说法显得过于笼统和模糊。“参照执行”的效力如何?“有关要求”是指哪些要求?均未明确。笔者认为,现行制度必须在符合交易实践、遵循交易惯例的前提下明确区分非顾问性质的券商行为与建立在个体化基础上、应符合客户需求、投资目标和充分披露利益冲突的经纪业务与附带性建议行为,以及持续的、应达到投资者所信赖和要求的谨慎标准的个体化投资建议行为,从而使投资者清楚了解在何种情形下其利益受到多大程度的法律保护。

(四)财经专栏作家

而今互联网、电视、平面媒体上充斥着财经专栏作家、“名嘴”对市场走势、板块行情的预期和评论,很大程度上影响投资者的判断和决策。对该类人士是否应当施加必要的义务甚至受信义务?美国《投资顾问法》第203条规定,排除该法对“真正”(Bona Fide)和“公开并正常出版发行”出版物的适用。在著名的Lowe案中,多数意见主张,

只要被告和其订户之间的交流是非个人性的,没有发展为个人关系,那么就得以豁免于《投资顾问法》。^[24]虽然有学者担忧该判决可能削弱对投资者的保护,使得以公众为对象、具有证券投资顾问实质的活动逃脱《投资顾问法》的监管。^[25]但笔者认为,Lowe案的核心在于对被告和客户之间是否存在信心与信赖的判断,若无信赖基础,则自当要求投资者自担风险。证券市场信息高速流动、真假难辨,国家的过度干预、对投资者的过度保护都将降低市场的效率,反而不利于市场的良性发展。

在我国,对面向公众的公开咨询业务采用资格要求和行为要求的双重标准,机构和个人必须先行取得中国证监会授予的从业资格,在公众场所举办或刊登广告的集会性证券投资咨询活动须经证监会派出机构审批,不得有建议投资者在具体证券品种上进行具体价位买卖等方面的内容。《投资顾问暂行规定》限制“证券投资顾问不得通过广播、电视、网络、报刊等公众媒体,做出买入、卖出或者持有具体证券的投资建议。”^[26]对证券分析师,《行研暂行规定》要求通过公众媒体发表涉及具体证券评论意见时,须由所在机构统一安排,禁止明示或暗示保证投资收益,但没有要求分析师披露利益冲突。对公开咨询业务的类别性准入控制并不足以防范不当行为,而应要求有关人员披露其是否存在利益冲突情形,以便投资者了解其评论意见的依据,从而做出更为理性的决策。

综上,“受信义务的核心不在于共同利益关系的紧密程度,而在于投资者或客户对可能由其他合同方创造的信心和信赖关系的依赖程度。”^[27]投资者或客户对有关专业人员具有信心和信赖是判断受信关系是否成立的标准,而个体化的关系则是认定此种信赖是否存在的基本要素,声称为客户利益、考虑客户个人需求和情况而判断并处理客户事务是为“个体化”。经注册并以投资顾问身份行事的专业人员自然是受信义务人,证券经纪人在法律法规规定的情形下也对投资者负有受信义务,但证券分析师和财经专栏作家通常情况下不对接收其信息的公众投资者承担受信义务。当然,受信关系的成立还可能基于金融机构或专业人员的不当行为。^[28]

[21] SEC Investment Advisers Act of 1940, 17 C.F.R. §275.202(a)(11)-1(2005).

[22] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Section 913.

[23] SEC, Report of Special Study of Securities Markets, H.R. Doc. No. 88-95, p. 1 at 248 (1963).

[24] Lowe v. SEC, 472 U.S. 181 (1985).

[25] See Robert Kry, Once in Doubt: SEC v. Park, 99 F. Supp. 2d 889, 110 Yale Law Journal, No. 4, pp.725-732 (2001).

[26] 《证券投资顾问业务暂行规定》第17条。

[27] See Norman B. Arnoff & Sue C. Jacobs, Professional Liability: The Brandeis Rules, N.Y.L.J. 3, p.3, 2006.

[28] 英国法中有判例主张,银行的不当行为比如说劝诱年老消费者购买预期风险承受能力不适当的理财产品将产生银行对消费者的受信义务。

See Alastair Hudson, Law of Finance, Sweet & Maxwell, London, 2009, p.100.

二、证券投资顾问受信义务的内容

“受信关系并不是适用特定原则和规则的关系的简单集合,而是分析的起点。”^[29]一般来讲,证券投资顾问的受信义务包括3个方面:忠实义务(duty of loyalty)、注意义务(duty of care)、披露义务(duty of disclosure),但具体的义务标准则视情形而定。在我国,证券投资顾问的作用仅为“辅助做出投资决策”,相比控制和经营投资者账户的顾问,对投资者决策的影响力程度必定要低,受托权力的程度不同导致对该两类顾问适用的规则不同,受信义务的严格程度也有所不同。^[30]

(一)忠实义务

“忠实义务的内涵在广义上就是一个利益冲突问题。”^[31]“除非特别约定,代理人在和其代理行为有关的所有场合,都负有仅仅为被代理人利益而行使的义务。”^[32]英国法律委员会总结基本的受信义务包括:1.无冲突规则;2.无利润规则;3.专一的忠诚;4.保密义务。^[33]美国《投资顾问法》第206条交叉采用了1933年证券法第17(a)(1)条、第17(a)(3)条和1934年证券交易法第10(b)条,明确规定了投资顾问在潜在利益冲突情形下的行事准则,在没有向投资者充分披露有关信息或征得其同意的情况下,投资顾问不得将自己置于个人利益与其对客户所负义务相冲突的位置。^[34]同时,依据受信制度的原理,在受信义务人不明确、不公平地披露利益而为自己的账户与投资者进行交易的情形下,投资者可以在任何时间不经证明实际存在滥用或损害而撤销交易。^[35]法律进行这一明确干预的理性在于,制度无法寄希望于在某些情形下投资顾问的道德感会战胜其追求自我利益的动机,在许多情况下这种可能是极小的,相反的,在所有的情况下都存在对自我利益的追求支配甚至取代投资顾问义务、从

而导致投资者利益受到消极影响的危险。这里,法律规则确立的前提是对人性软弱的基本假设。同样的,在司法裁判中,法院不仅要求专业人员对利益冲突披露和征得同意,还要求在交易中必须按客户利益优先的严格标准行事。^[36]

在实践中,往往存在投资顾问为多个投资者服务的情形。原则上,对其中某一客户的义务不得与对其他客户的义务相冲突。但问题是对某一客户的保密义务与对其他客户的披露义务产生冲突应如何取舍?投资顾问是否有义务将其基于业务从某一客户处获得的与其他客户事务有关的信息披露给其他客户?从法理上讲,一仆事二主的情况下,对二主均负有保密义务,不得为其中一方委托人的利益而泄露其他委托人的商业秘密。^[37]我国《投资顾问暂行规定》亦明确,“证券投资顾问向客户提供投资建议,知悉客户作出具体投资决策计划的,不得向他人泄露该客户的投资决策计划信息。”^[38]值得注意的是,披露行为还可能构成对内幕消息的违法利用。美国法上Dirks案确立的规则为,若内幕信息人对公司股东具有职业受信义务,或者其获得信息的方式不当,即公司内幕人将该信息泄露给信息受领人违反了其受信义务,且受领人知道或应该知道存在违法,该受领人负有公开或拒绝交易的义务。^[39]同时,法院认为在商业行为中对企业形成特定保密义务的受信义务人包括承销商、会计师、律师或为公司工作的顾问。因此,若投资顾问通过券商内部承销、发行部门或者其他途径获得有关公司重大事件的信息并私下透露给其他客户,具有违法风险。

(二)注意义务

投资顾问的注意义务,是对其尽职和尽力的要求。这一义务要求投资顾问“使用一个类似技能的、审慎的人在

[29] L.S. Sealy, Fiduciary Relationships, 20 Cambridge Law Journal 69 (1962), p. 73.

[30] Tamar Frankel, Fiduciary Law, Oxford University Press, 2011, p. 9.

[31] 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第359页。

[32] Restatement of The Law (Third)_Agency, §8.02-§8.06.

[33] Law Commission of United Kingdom, Fiduciary Duties and Regulatory Rules (1992).

[34] 例如,与客户交易的情形,规则206(3)规定,“作为本人为自己的账户与客户进行买卖交易,或者充当该客户以外第三者的经纪商而为该客户的账户实施买卖,必须在完成每一笔交易之前进行书面披露并且获得客户同意。”代理交叉交易的情形,规则206(3)-2规定,在某人已充当顾问、且其本身或关联者在其中又充当顾问客户和其他方的经纪商的交易中,必须向顾问客户充分披露其收取佣金、交易双方潜在的忠诚和责任冲突,由顾问客户提前签署同意函;投资顾问应当在每一笔该类交易之前提交确认函,并每年向客户发送交易概要和佣金及报酬总额。

[35] Robertson v. Chapman, 152 U.S. 673, 681 (1).

[36] 在SEC v. Moran案中,被告是一家证券咨询公司和经纪公司的控制人。被告在为客户交易时错误地估计了买入股票的总数,以致向各账户分配时该股票无法达到事先计划的投资组合中的比重,因而在第2日以较高的价格补仓。法院发现,被告的个人和家庭账户在第1日即获得了相应分配,而有些客户则在第2日方获得分配,导致事实上其个人和家庭账户买入该股票的价格低于部分客户的买入价格。法院认为,被告在未确保其所有客户得到足够分配前将股票分配给个人和家庭账户的行为,违反了其为客户最佳利益行事的义务,须赔偿客户因差价导致的损失。

[37] See Paul Finn, Fiduciary Law and Modern Commercial World, pp. 30-32.

[38] 当然,该条仍有局限,证券投资顾问向其客户的保密义务范围不应限于投资决策计划信息。

[39] Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).



相同或相似的情形下所使用的注意、技能、审慎和勤勉来行事”。对投资顾问必须适用比商人更为严格的行为标准,是因为证券为复杂商品,而投资顾问的客户或者潜在客户又往往对投资问题不太熟练、没有经验,^[40]投资顾问是具备特殊知识、技能和职业资格的专业人士,在其专业领域里具有优势地位,因此对其行为必须从对投资问题不太熟练、没有经验的人的角度进行评估。^[41]行为标准是客观的,更大程度上是一个“勤勉程度”而非“能力水平”标准,是对专业人员的技能水平和勤勉程度所做的最低程度的限定,也就是说,只要其在提供服务的过程中是按照本行业的惯例或符合通常操作流程和敬业态度来行事的,不论他的工作结果是否成功,他都可以被视为尽到了注意义务。更应注意的是,当受信义务人被要求在推荐投资时加以谨慎,并不意味着他/她就成了投资的担保者。一项投资成功与否往往受制于市场和经济形势,而后者是难以预见的,投资顾问对不能合理预见的事件所引起的损失不负有责任。

根据美国法有关判例,投资顾问的极端大意(Extreme Recklessness)构成对1934年《证券交易法》10b-5规则的违反,从而产生欺诈责任。除却证券成文法的反欺诈条款,注意义务本身是与侵权法紧密联系的,美国《侵权法重述》第552条第1项规定:“在商业、职业、雇佣或者有金钱利益的交易过程中,提供作为他人交易引导的虚假信息的人,如果怠于合理注意或者没有合理的能力而取得或传递信息的,须就该他人因合理信赖该信息的经济损失承担责任。”在美国纽约、伊利诺等州法院,因不够勤勉或能力不足而未达到期待的注意和能力标准的投资顾问,被要求对投资者因信赖该推荐而遭受的损失承担责任。这一过失侵权之诉的前提在于信赖的存在,因此,有关规则和先例能否在证券分析师、财经专栏作家等主体过失性虚假陈述的情形下适用尚无定论。

(三)披露义务

普通法的欺诈制度禁止错误和不实的披露,但不禁止完全不披露,除非证明一方故意阻止另一方获取重大信息,或者一方因为双方之间存在的受信关系或其他类似的信心与信赖关系而对另一方负有合理注意并透露相关事项的的义务。受信制度要求受信义务人必须使客户获得所有与其事务有关的信息,^[42]而披露的标准则取决于该特定事实的重大性以及客户在具体关系中对投资顾问

的信任和依赖程度。

由于证券投资咨询行业极易产生利益冲突,除却忠实义务的要求外,法律要求投资顾问向客户充分并清晰地披露所有已经或可能产生利益冲突的事项。美国证交会要求投资顾问在注册时必须填写统一的ADV表格,该表格包括两部分,其一是有关投资顾问的概况,其二则表现为投资顾问印发的披露有利益冲突、费用一览等事项的小册子。但ADV表格仅是投资顾问须向客户披露的最初步信息。在有关案例中,法院认为怠于披露自身经济利益违反了投资顾问的受信义务,^[43]证交会认定投资顾问有义务向客户披露所有可能影响其给出无偏见建议的信息,例如,投资顾问在建议投资者转换投资计划时未披露其可以从中获益构成对受信义务的违反。^[44]

是以,投资顾问的忠实义务要求其为其客户的最佳利益行事,包括将客户利益优先于自身利益;其注意义务要求其谨慎调查,确保其推荐非源于重大不准确或不充分的信息;其披露义务要求其使客户获得所有与投资事项有关的信息。美国联邦最高法院曾指出,无论是否依法注册,符合《投资顾问法》有关投资顾问定义之机构与个人均对其客户负有最善意、诚信及完全且充分公开所有重要事实以及合理注意避免误导客户之义务,^[45]是为对美国法中投资顾问受信义务的极好总结。

三、对我国现行规定的评价与反思

在我国,规制证券投资咨询活动与证券投资顾问行为的法律法规主要有《证券法》第8章、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》、《证券、期货投资咨询管理暂行办法实施细则》、《会员制证券投资咨询业务管理暂行规定》、《证券投资顾问业务暂行规定》等。上述规定对证券投资咨询机构及人员在开展业务活动中的义务做出了一些规定。

(一)诚实信用。证券公司、证券投资咨询机构及其人员应当遵循诚实信用原则,应当忠实客户利益,不得为公司及其关联方的利益损害客户利益;不得为证券投资顾问人员及其利益相关者的利益损害客户利益;不得为特定客户利益损害其他客户利益。不得利用咨询服务与他人合谋操纵市场或者进行内幕交易或其他欺诈行为;就同一问题向不同客户、社会公众或自营部门提供的咨询意见应当一致。应当避免券商内部部门引起的利益

[40]Inv. Adv. Act Rel. 121 (1961).

[41]SEC v. C.R.Richmond & Co., 565 F. 2d 1101, 1104-1105 (9th Cir. 1977).

[42]Law Commission of United Kingdom, Fiduciary Duties and Regulatory Rules (1992).

[43]SEC v. Wall Street Publ'g Inst., Inc., 591 F. Supp. 1070, 1084 (D.D.C. 1984).

[44]SEC News Digest, Issue 2010-184, September 29, 2010. From <http://www.sec.gov/news/digest/2010/dig092910.htm>, last visited on June 1st, 2012.

[45]See SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963).

冲突。^[46]

(二)谨慎勤勉。必须遵循客观的原则,以谨慎、勤勉尽责的态度,为投资人和客户提供服务;应当完整、客观、准确地运用有关信息、资料,不得断章取义;不得以虚假信息、市场传言、内幕信息为依据;不得代理投资人从事交易;不得向投资人承诺收益;在从事面向公众的咨询业务时,投资建议须有充分理由和依据。

(三)信息披露。在咨询意见中引用有关信息、资料应当注明出处;必须注明出具咨询意见的机构名称和个人真实姓名;出具咨询意见必须对投资风险作充分说明;在从事面向公众的咨询业务时,应明确表示在自己所知情的范围内机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券是否有利害关系。

应当说,有关规定在对投资咨询机构及人员的义务方面借鉴了发达国家的经验,较为详尽周延,《投资顾问暂行规定》与《行研暂行规定》对《暂行办法》第19条“行业公认的谨慎、诚实和勤勉尽责的态度”的概括性、倡导性规定进一步细化。但现有规定除《投资顾问暂行规定》第34条的突破外,呈现鲜明的“资质导向”特点,对有关机构与人员的行为调整,以是否具备法律规定的从业许可为前提,而不注重交易和服务的实质,因此对实践中大量的“理财工作室”、“投资管理公司”滥用投资者信赖产生的问题缺乏应对力。其次,我国的成文法传统使得对投资顾问的义务更多是通过明文规则来确定,对超过规则界定范围的行为,就缺乏调整能力。

在法律责任的追究方面,上述规定仅涉及行政责任,民事责任应当适用《合同法》和《证券法》有关规定。《证券法》第171条规定,投资咨询机构及人员有违法行为给投资者造成损失的,依法承担赔偿责任,其中第4款有关“利用传播媒介或者其他方式提供、传播或者误导投资者的信息”的规定可能为投资者对投资咨询机构及人员违反受信义务提起诉讼提供诉由,但其范围非常狭窄,主要针对故意的欺诈行为;且有关民事诉讼必须依照最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》进行。但该司法解释是否适用于证券投资顾问或其他专业人员故意或过失的虚假记载、误导性陈述尚存在疑问,司法实践中有关案例也非常少。实务界观

点或者表现出激进的投资者保护主义立场,或者采取保守的“行政资质”加“合同效力”标准,无论是否存在实质的个体化投资建议行为,只要有关机构或人员不具备《证券法》所规定的从业许可,即认为合同无效,又因为投资者应当查询经证监会批准具备资质的机构、人员名单而未查询,故认定损失由提供建议人员和投资者分担。可见,对投资顾问违反义务的行为,目前的责任追究机制过于单薄和机械。反观美国法,违反受信义务之诉与违约之诉、侵权之诉在实体和程序上均有不同。投资者提起违反受信义务之诉,无须进行在侵权法中过失之诉必经的专家论证环节,且在某些待证明事项上受信义务人而非委托人负有举证责任。在结果上,投资者获得的救济不限于违约和侵权法中的损害填补,还可行使归入权,在某些情形下惩罚性赔偿亦为可能,使受信制度真正具备对违法行为的威慑力和阻吓力。

结论

“受信关系是英美法中最难以捉摸的概念之一。”^[47]“受信关系为一方向另一方具有特殊信心的关系,一方被约束出于衡平和良心、善意且正当地为施以信任的他方行事。”^[48]而证券立法的核心目的是“保护不了解市场条件的人不受了解市场的人的影响。”^[49]

从这点上讲,受信制度对证券立法在理念和宗旨上具有一致性和相容性,均通过对因信息、知识和技能而具有优势地位的专业人士的激励与约束来调整 and 平衡专业人员与投资者的利益,从而实现市场的有效运行。但英美法上受信义务概念及规则体系的构建,又与大陆法系思维方式有着根本不同。受信制度作用的发挥需要法官在事后通过交易惯例、当事人信赖的程度和风险防范能力、投资顾问的注意及过失等具体情形来创造规则。在我国,虽然也相应地确立了“忠实”、“注意”、“勤勉”等概念,却并未建立真正独立的受信义务和相应规则,尤其在证券投资咨询领域,以上概念仅具有抽象的引导意义,不具有强制约束效力。虽然现实尚未提供受信制度的土壤,但对受信制度的探讨、借鉴,在证券纠纷日益增多、投资者保护呼声日益高涨的今天,仍有其十分现实的必要性。

(作者单位:北京大学法学院)

[46]对此,证监会针对券商规范运作颁布的行政规章有所规定。《证券公司管理办法》第29条规定,证券公司应当建立有关隔离制度,做到投资银行业务、经纪业务、自营业务、受托投资管理业务、证券研究和证券投资咨询业务等在人员、信息、账户上严格分开管理,以防止利益冲突。《证券公司内部控制指引》第77条也规定,证券公司应加强研究咨询业务的统一管理,完善研究咨询业务规范和人员管理制度,制订适当的执业回避、信息披露和隔离墙等制度,防止利益冲突。

[47]Deborah A. DeMott, Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation, 1988 Duke L. J. 879, p. 908 (1988).

[48]Paul v. North, 191 Kan. 163, 380 P.2d 421, 426 (1963).

[49]Charles Hughes & Co., Inc. v. SEC 139 F. 2d 434 (2d Cir. 1943).