

从 Lowe 案看美国对投资顾问的 界定*

彭 冰**

证券投资顾问^①利用其对证券市场的专业分析能力,吸收各种相关信息,为客户提供投资顾问服务,是有效证券市场构建中不可或缺的重要环节。为保护投资者,各国往往都对证券投资顾问业务予以监管。^②然而,由于证券投资顾问业务往往表现为言辞表述或者观点表达,对其的监管很可能干涉宪法明确保障的公民言论自由之权利,不能不格外慎重。

最为严重的冲突,表现为对证券投资顾问的资格管理。一般要求必须符合一定条件的人经过申请才能获得证券投资顾问资格,只有拥有证券投资顾问资格的人才能就证券发表意见,显然构成了对公民言论自由的限制,并且采用的是言论自由保护

* 本文部分内容曾经以“投资顾问监管与言论自由”为题发表于《月旦民商法》杂志第 19 期(台湾元照出版社 2008 年 3 月),本文在此发表经过适当修订、增补和更新。

** 北京大学法学院副教授,法学博士。

① 中国《证券法》称之为证券投资咨询机构(第 169 条等)。

② 相关情况可以参见余雪明:《证券交易法》(第 4 版),中华民国证券暨期货市场发展基金会 2003 年版,第 734 页以下。

中最受反对的事前审查方式。即使像美国《投资顾问法》那样只要求证券投资顾问注册、对其并无积极条件要求的松散监管方式,也仍然可能构成了对言论自由的事前审查。

如何解决这一冲突?1985年美国联邦最高法院在Lowe案中明确提出了自己的解决方案。^③不过,在深入研究Lowe案之前,有必要先介绍一下美国《投资顾问法》中对投资顾问的定义,以作为此后讨论的基础。

一、美国《投资顾问法》中对投资顾问的界定

1940年颁布的《投资顾问法》是美国自1933年以来一系列证券立法的最后一部,该法本来是与投资公司法作为一部法来起草的,但在立法过程中,由于种种原因最终被分离出来,成为与《投资公司法》并列的一部独立法律。

《投资顾问法》篇幅不长,不过二十多个条款。第202条为定义条款,其中a款第11项定义投资顾问为:“为了报酬,直接从事或者通过出版物、写作等方式从事,就证券的价值和证券投资、买卖的机会向他人提供建议活动的任何人,或者为了报酬,作为日常业务的一部分,发行或者发布涉及证券的分析、报告的任何人……”。^④该定义的核心是三个因素:就证券价值、证券买卖提供建议,获取报酬,该提供建议为业务经营行为。该定义足够宽广,几乎可以将相当多的人群囊括进来。为此,第202(a)(11)条还排除了几种情况在该定义之外:上述定义不包括:(1)银行或者银行控股公司;(2)任何在正常业务活动中附带提供上述建议的律师、会计师、工程师或者教师;(3)在正常业务活动中

^③ Lowe v. SEC, 472 U. S. 181 (1985).

^④ 原文为:“Investment adviser” means any person who, for compensation, engages in the 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.

附带提供建议的券商,并且其并未因此获得特别报酬;(4)公开并正常出版发行的真正的报纸、新闻杂志或者商业、金融出版物的出版人(the publisher of any bona fide newspaper, news magazine or business or financial publication of general and regular circulation);(5)只提供与美国国债或者类似准国债相关建议的任何人;(6)SEC 规定的其他人。

《投资顾问法》对证券投资顾问的主要监管手段是要求投资顾问在 SEC 注册,不过,对于注册者并无资质要求。该法第 203 条规定了注册要求,同时还豁免了几类投资顾问不需要注册,主要包括:(1)所有客户均为本州居民的投资顾问,并且其建议不涉及任何在全国性证券交易所上市的证券或类似证券;(2)客户全是保险公司的投资顾问;(3)在此前的 12 个月中,客户不足 15 人的投资顾问,并且该人并未对公众宣称自己为投资顾问,也未担任任何依《投资公司法》注册的投资公司的投资顾问……

需要注意的是,第 202(a)(11)条的排除条款和第 203(b)条的豁免条款的效力完全不同,尽管在实践中两者很容易被混淆。排除条款的适用,直接将提供投资建议的人排除在投资顾问的定义之外,完全不适用《投资顾问法》。而豁免条款只是免除了该投资顾问的注册义务,该人仍然为《投资顾问法》下的投资顾问,《投资顾问法》中的反欺诈条款仍然可以适用,无论其是否注册。

Lowe 案的多数派意见就是利用对排除条款中第 4 项的解释,试图避免投资顾问监管所直接面临的合宪性质疑。

二、Lowe v. SEC 案案情

Christopher Lowe 是 Lowe 管理公司的总裁和主要股东。从 1974 ~ 1981 年间,该公司依照《投资顾问法》注册为投资顾问。SEC 认定 Lowe 在此期间有挪用客户资金、为了掩盖对客户的欺诈篡改证据等违法行为。1981 年 5 月 11 日,SEC 颁布处罚,撤销 Lowe 管理公司的投资顾问注册,并禁止 Lowe 在今后从事投资顾问业务。

几年后,在纽约东区地方法院,SEC 提起诉讼,声称 Lowe、Lowe 管

理公司和其他两个公司违反了《投资顾问法》,Lowe 违反了禁令。SEC 主要指控 Lowe 和三个公司发行两种投资通讯(investment newsletters),并向订户提供股票图表分析服务(stock-chart service)。SEC 认为,通过发行投资通讯,被告的部分日常业务变成了建议他人买卖股票,由于各被告均未依照《投资顾问法》注册或者获得豁免,因此,他们的行为违反了《投资顾问法》。SEC 寻求获得永久禁令及其他救济,禁止被告今后发行投资咨询类的出版物。

法院调查发现,本案所涉的出版物,例如《Lowe 投资和金融通讯》,主要包含对证券市场和黄金市场的宏观分析、对市场指标和投资策略的评论,以及对某些具体股票和黄金的购买、出售和持有的建议。订户在 3,000 ~ 19,000 人。通讯声称是半月刊,但从 1981 年 SEC 处罚之后,15 个月仅出版了 8 期。

法院调查进一步发现,审判时作证的订户抱怨通讯没有按期出版,但并未对通讯的质量提出质疑,没有证据表明 Lowe 自己买卖通讯中评论或者推荐的股票,也没有人提出通讯中提供的信息中存在虚假或者重大误导。

地方法院驳回了 SEC 的大多数诉请。地方法院禁止被告通过电话、私人信函或者会面向其订户提供建议,但拒绝禁止他们的出版活动或者要求他们吐出出版收入。地方法院认为,尽管《投资顾问法》表面上并没有区分通过出版提供非个人性的投资建议、报告与分析和那些面对面提供建议的行为,但基于宪法考量,这种区分是必要的。

第二巡回法院的上诉法庭不同意地方法院的判决。上诉法院认为《投资顾问法》并没有区分个人性的投资建议和非个人性的投资建议,因此,被告的行为确实构成了从事投资顾问业务。需要考虑的只是该出版行为是否符合《投资顾问法》所规定的排除条件——“公开并正常出版发行的真正的报纸、新闻杂志、商业或者金融出版物的出版人”(the publisher of any bona fide newspaper, news magazine, or business or financial publication of general and regular circulation)。上诉法院对此的回答是否定的。

上诉法院认为本案涉及的行为是第一修正案^⑤允许监管的商业行为,因此并不违宪。上诉法院还认为 Lowe 过去担任投资顾问时的犯罪记录表明其出版物可能成为潜在的欺骗性商业言论。^⑥

此外,上诉法院也声明:其判决只禁止被告向客户提供针对特定证券的建议,因此,被告可以继续出版其通讯,只要其建议内容不涉及特定证券。^⑦

考虑到禁止被告出版和发行通讯涉及是否违反第一修正案这一重大宪法问题,最高法院发出调令,并最终推翻了上诉法院的判决。

三、本案的多数派意见

除了 Powell 法官没有参与本案外,最高法院其余 8 位法官对判决结果一致同意。Stevens 法官代表 5 位法官撰写了多数派意见,White 法官等 3 位法官虽然同意判决结果,但不同意其理由,提出了附议。

多数派意见认为,基于“如果有其他理由就不决定宪法问题”的原则,本案应当首先讨论《投资顾问法》的立法背景和历史,特别关注在立法当时国会试图监管的职业特性。多数派意见对各种立法资料的研究表明,国会之所以对投资顾问立法,试图规制投资顾问业务,是基于投资顾问与客户之间可能存在受托关系(fiduciary relationship),投资顾问可能滥用客户对其的信赖,损害客户利益。

多数派意见对立法资料的进一步分析认为,投资顾问与客户之间密切的个人联系和保密关系才会使得客户产生这种信赖,因此,《投资顾问法》所力图规制的投资顾问业务应当是那种提供个人性建议的投资顾问行为(personalized investment advice),^⑧而并非所有提供证券投资

^⑤ 美国宪法第一修正案规定:“国会不得制定法律,……剥夺言论、出版自由,或人民和平机会与请愿政府给予伸冤之权利”。

^⑥ 不过法院调查已经表明,Lowe 过去的犯罪行为与出版无关。

^⑦ 上诉法院在判决的注释中说:对于只一般性涉及市场指标或者只对某类证券提供建议的出版物是否可以禁止,我们留待在以后的个案中再决定。

^⑧ 472 U. S. 181, 204(1985).

资建议的行为。

虽然《投资顾问法》在对投资顾问定义时没有明确规定其中的个人性因素,而只是规定了获取报酬、提供证券投资建议、经营这三个要素,^⑨从表面来看 Lowe 的出版恰好符合这一定义。但多数派意见认为,对投资顾问定义的认识还必须结合《投资顾问法》中投资顾问定义的排除性规定,特别是上述对正常和真正出版物的排除。

多数派意见因此通过对此排除条件的解释,认为 Lowe 等人的出版物符合这一条件,不需要去 SEC 注册即可从事,也并不违反 SEC 对 Lowe 不能从事投资顾问业务的禁令。对此排除条件的解释涉及“真正”(bona fide)和“公开并正常出版发行”(of regular and general circulation)这两个因素。

多数派意见认为:“真正”这一限定条件并非针对出版人的个人品质,而是针对出版行为,其目的是区分真正的出版和那些鼓吹型的推销,因此,只要出版物的内容是无利害关系性的评论和分析,就符合这一要求。^⑩多数派意见认为 Lowe 的出版物符合这一要求——它们由真正从事出版业的人出版,而不是伪装成出版物的个人性交流,也没有证据表明其中包含虚假和引人误解的信息,或者被用于鼓吹或推销与 Lowe 等人有利益关系的证券。^⑪

对于“公开并正常出版发行”这一因素,多数派意见认为其主要是用来排除那些偶尔透露内幕信息的行为和那些鼓吹某只股票的行为。因此,“正常”并非是指时间上是否按期出版。Lowe 的出版物虽然并未按时出版,但其相对于证券市场是正常的,因为没有迹象表明他们的出版时间与特定的市场活动、影响或者有能力影响证券业的事件之发生有关联。^⑫

基于上述分析,多数派意见认为:只要 Lowe 等人和其订户之间的交流仍然是非个人性的,没有发展为那种受托性的个人关系(the kind

^⑨ See Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Fourth Edition, Aspen Law & Business 2001, pp. 818 - 821.

^⑩ 472 U. S. 181, 206(1985).

^⑪ 472 U. S. 181, 209(1985).

^⑫ 472 U. S. 181, 209(1985).

of fiduciary, person-to-person relationships) (这种关系一直在投资顾问法的立法过程中被讨论,并被认为构成了投资顾问和客户之间关系的基本特征),Lowe 等人的出版物就是符合排除条件的,因此不需要依据该法注册。^⑬

四、附议意见(concurring)

White 大法官代表首席大法官 Burger 和大法官 Rehnquist 撰写了附议意见。

附议意见不赞同多数派意见对《投资顾问法》的定义和排除条款的解释,认为 Lowe 的出版行为应当受到《投资顾问法》的规制。但是附议意见认为这样禁止 Lowe 出版从根本上违反了第一修正案,因此,赞同多数派意见的判决结果。

附议意见不赞同多数派意见对《投资顾问法》立法资料的解读,认为多数派意见对投资顾问定义和排除条款的解释都是毫无根据的,非个性化关系的投资顾问业务也应当在《投资顾问法》管辖范围之内。

因此,附议意见集中讨论本案中禁止 Lowe 出版是否构成对言论自由的不当干涉。附议意见承认,国家基于公共利益,可能对某些职业进行监管,设置许可程序,并不因为该职业涉及言论表述,就否认这种监管的合宪性。比较典型的例子有对律师和医生的从业许可。不过,附议意见认为,一旦国家对职业的许可超过了限度,就可能构成了对言论的直接许可。如何划分职业许可和言论许可之间的界限?附议意见引用原大法官 Jackson 的判决^⑭认为:区分因素是看言语是否只是附属于某个其他因素,而正是这个因素导致国家对其监管,从而扩展到对言论的监管。^⑮

附议意见认为,投资顾问业务的特性是,投资顾问控制客户的事

^⑬ 472 U. S. 181, 210(1985).

^⑭ Thomas v. Collins, 323 U. S. 516, 547(1945).

^⑮ 472 U. S. 181, 232(1985).

务,以便按照客户的个人需求和具体情境代替客户作出投资判断,这完全构成了一个职业,投资建议只是这个职业行为的附属物。政府要求所有从事该职业的人必须事前取得许可,并未构成对言论自由的限制。但当投资顾问和客户之间的个人性联结并不存在,当投资顾问不是声称代替某个其熟悉情况的个人作出投资判断时,政府的监管就不再是对职业行为的合理监管,也不再只是对言论有附带性影响,这就变成了对言论和出版行为的许可。

当然,言论自由并非绝对,对言论自由的干涉也并非完全不可。因此,附议意见接着讨论本案中禁止 Lowe 出版是否构成对言论自由的不当干涉。附议意见认为,那种对所有言论(无论虚假还是真实)一律禁止的做法,除非在很特别的场合,一般是无效的。本案并不属于这种特别场合。SEC 基于 Lowe 过去的违法行为,担心其可能在未来出版的建议中存在欺诈或者误导,从而寻求禁止其出版任何投资建议,无论其是否客观真实。这种仅仅依据言语存在的欺诈可能就要禁止言论的做法,一直为过去的判例所拒绝。附议意见并不认为一个人的过去劣迹就足以证明该人的投资建议一定存在欺诈或者误导,也不认为完全禁止该人提供投资建议是达成政府保护投资者利益之目的的最少成本救济手段(例如还有反欺诈条款可适用)。

最终,附议意见并不认为《投资顾问法》中对投资顾问的注册要求是违宪的,但附议意见认为,如果该法禁止未经注册的某人通过出版诸如通讯这样的出版物,提供非个人性的投资建议,则构成违宪。

五、Lowe 案分析

Lowe 案的多数派意见采用间接方式处理其面临的宪法问题。通过法律解释,多数派意见将提供非个人性投资建议的行为排除在投资顾问的定义之外,避免了直接宣告对该类行为的限制违宪。但这种做法带来的后果是,此类行为因此被排除在《投资顾问法》的管辖之外,如果其中发生欺诈,则不能适用《投资顾问法》中的反欺诈条款,因此,

可能带来不利的后果。^⑯

尽管采取了间接方式,但正如附议意见挑明的,其实多数派意见也暗示了对非个人性投资建议的监管构成了对言论自由的不当干涉。这其实正是附议意见的结论。此种结论的得出,是基于大法官们认为,投资顾问和客户之间的个人关系,导致了客户对投资顾问的信赖,这种受托关系使得投资顾问滥用客户信赖的危险大幅增加,因此才需要国家介入监管。推而广之,Lowe 案认为,只要投资顾问和客户之间存在受托关系,投资顾问就应当对客户负有信义责任(fiduciary duty),法律对其的严格监管不构成对言论自由的不当干涉。^⑰

Lowe 案中,无论是多数派意见还是附议意见,都采用了投资顾问和客户之间关系是否具有个人性作为界定受托关系是否存在标准,而否定了第二巡回法院采用的以内容是否涉及特定证券作为界定投资顾问业务的标准。这种区分并无法律条文上的直接根据,因此对其合理性一直存在质疑。^⑱ 由于所谓的个体化关系的表述又比较模糊,如何适用 Lowe 案的原则,也成为此后法院以及学术界争议的话题。^⑲

在 Lowe 案后不久,SEC 就提出立法建议,试图通过修改《投资顾问法》以排除 Lowe 案的适用,^⑳但迄今为止,国会并未通过此类修正案,Lowe 案仍然是现行有效的规则。本部分首先分析 Lowe 案规则的合理性及其存在的问题,并批评第二巡回法院所采用的以内容为依据的区分标准。最后进一步讨论如何明确界定个体化关系,适用 Lowe 案规则。

(一) Lowe 案规则的合理性及其问题

Lowe 案规则的核心是以证券投资顾问和客户之间的关系作为界定投资顾问活动的标准,结论是当证券投资顾问与客户之间具有信赖

^⑯ See Robert Kry, *Once in Doubt*, 110 *Yale Law Journal* 725 (2001).

^⑰ See David B. Levant, *Financial Columnist as Investment Advisers: After Lowe and Carpenter*, 74 *California Law Review* 2061, 2095 (1986).

^⑱ See Carol E. Garver, *Lowe v. SEC: The First Amendent Status of Investment Advice Newsletters*, 35 *American University Law Review* 1253 (1986).

^⑲ See Lani M. Lee, *The Effects of Lowe on the Application of the Investment Advisers Act of 1940 to Impersonal Investment Advisory Publications*, 42 *Business Lawyer* 507 (1987).

^⑳ 同上注。

关系时,法律对其严格的监管不会构成对言论自由的不当干涉。证券投资顾问与客户之间是否具有个体化关系被作为认定此种信赖关系存在的基本标准。这种对证券投资顾问和客户之间关系的强调,进而对个体化关系和非个体化关系的区分是否合理?对此的解释涉及如何理解《投资顾问法》的立法目的。

按照通常理解,《投资顾问法》的立法目的在于保护投资者(即接受投资建议的客户)。但投资者为什么需要《投资顾问法》的保护?一般而言,除非投资者的资产直接处于证券投资顾问的控制之下(例如全权委托的情况),证券投资顾问并不能直接影响投资者的利益。证券投资顾问只是提供各类投资建议,投资者(客户)是否接受,完全由其自己决定。这样一来,即使证券投资顾问提供了虚假信息,或者证券投资顾问存在利益冲突的不当行为,投资者只要没有依照该投资建议行动,就完全不会受到其影响。

当然,从理论上来说,证券投资顾问和客户之间存在信息分布的不平衡,证券投资顾问基于其专业能力而具有信息优势,可能欺骗或者误导投资者。但投资者明知自己处于信息劣势,对证券投资顾问提供的建议完全可能心存疑虑,不予采纳。这种情况下,投资者当然无须法律提供特别保护。

那什么时候需要呢?Lowe案的多数派意见认为,当证券投资顾问和客户之间的关系达到了某种亲密程度,使得客户对该证券投资顾问产生了信赖之后,法律介入防止证券投资顾问滥用这种信赖就有其必要性了。什么时候这种信赖会产生呢?Lowe案规则认为,当证券投资顾问和客户之间发生个体化关系,证券投资顾问提供的投资建议是针对客户个人的具体情况所提出的,是针对客户需求量体裁衣时,客户基于证券投资顾问的专业能力和职业许可,期待证券投资顾问为其提供适合性(suitability)的服务。证券投资顾问的专业信息优势结合客户信任构成了一种信赖关系,加上证券投资顾问对客户个人和财务等私密信息的掌握,造成了一种欺诈、滥权容易发生的气氛,使得法律的介入

保护成为必须。^②

从言论自由保护的理論角度,法律在此时介入限制言论自由,也可能是合理的。按照言论自由的一般理論,言论自由的功能在于为思想提供自由竞争的市场,使真理得以获得。^③但当客户对投资顾问的建议存在上述信赖关系时,这种信赖就损害了思想市场竞争秩序的运转,此时对言论自由的保护也就不像其他场合那么重要了。^④

因此,法律介入的关键在于客户对投资顾问的信赖。但正如一般法律只保护合理信赖一样,《投资顾问法》对投资者的保护也并非没有界限。Lowe 案多数派意见认为,当投资顾问和客户之间不存在个体化关系,例如投资建议是向一般公众发出的时候,尽管有些投资者也可能信赖这些投资建议,但这种信赖就可能是不合理的。投资者应当知道这些投资建议并非针对他们个人作出的,并不一定符合他们各自的财务状况和需求,他们最好还是多听听其他各种建议以进行比较。是否采纳这些建议,完全应当依赖于投资者自己的决策能力,法律不应当提供特别的保护。

从这个角度来看,以个体化关系界定投资顾问和《投资顾问法》的立法目的之间有实质性关联,尽管法律条文上没有相应表述,但 Lowe 案多数派意见的解释有其理論根据。

不过 Lowe 案规则也有其问题,因此一直受到各类批评。对其主要的批评和附议意见相同,都是认为多数派判决故意回避了对于证券投资顾问的监管是否构成不当干涉言论自由问题的直接回答,没有利用机会扩展言论自由保护的範圍。

从投资者保护角度而言,由于 Lowe 案规则过于强调证券投资顾问和客户之间的个体化关系,可能导致那些针对公众的证券投资顾问活

^② See Aleta G. Estreicher, Securities Regulation and the First Amendment, 24 Georgia Law Review 223, 299 (1990).

^③ See Eric Barendt, Freedom of Speech, 2nd, Oxford University Press 2005, pp. 7 - 12.

^④ See Robert Kry, The "Watchman for Truth": Professional Licensing and the First Amendment, 23 Seattle University Law Review 885, 961 (2000).

动被排除在投资顾问法管辖的范围之外,不利于保护投资者。^⑭ 如果将 Lowe 案规则的核心界定为对证券投资顾问和客户之间信赖关系的强调,所谓个性化关系和非个性化关系不过是对信赖关系的认定,则可解决这一问题。这样一来,即使是非个体化的证券投资顾问活动,如果客户对其存在合理信赖,则也可能被纳入《投资顾问法》的管辖范围。^⑮

不过,什么时候存在合理信赖关系又成为一个两难:有时,正是因为存在法律对某个职业的严格监管,公众对其才会有合理的信赖;反过来,这种信赖关系的存在现在又成为法律对其严格监管的理由。这就构成了一种循环论证。^⑯

(二)对内容界定方法的批评

在 Lowe 案中的第二巡回法院采用以内容界定证券投资顾问的方法,被最高法院多数派意见所反对。多数派意见认为,这种划分方法没有抓住投资顾问法立法史中展现出来的核心问题,不符合立法目的。^⑰

第二巡回法院采纳的此种划分方法看起来也有一定的合理性,并且得到了 SEC 支持。第二巡回法院最早是在 Wall Street Transcript Corp. 案中采用此方法的。在该案中,法院认为界定“真正”媒体这一因素,要看该出版物是否已经偏离了正常的媒体范围,而“使得《投资顾问法》所试图制止的不当行为发生的可能性增加”(there is a likelihood that the wrongdoing which the Act was designed to prevent has occurred)。^⑱ 当某出版物提供针对具体股票的投资建议时,该出版物实际上就成为了证券投资顾问从事业务的载体,不再是真正的一般媒体了。

但具体分析可以发现,该界定方式确实和保护投资者的立法目的并无实质关联。影响证券价格和投资者损益的信息种类广泛,无论是可能影响整体市场的宏观经济信息、政治事件,还是影响具体某类股票

^⑭ 参见本案的附议意见和 Robert Kry, Once in Doubt, 110 Yale Law Journal 725 (2001).

^⑮ See David B. Levant, Financial Columnist as Investment Advisers: After Lowe and Carpenter, 74 California Law Review 2061 (1986) (该文正是采用此种分析方法)。

^⑯ See Robert Kry, The “Watchman for Truth”: Professional Licensing and the First Amendment, 23 Seattle University Law Review 885, 966-968 (2000).

^⑰ Lowe v. SEC, 472 U. S. 181, 208 (1985).

^⑱ SEC v. Wall Street Transcript Corp., 422 F.2d 1371 (2d Cir.) (1970).

价格的产业动态,或是影响具体某只股票价格的公司信息和分析,都会对投资者的利益产生重大影响,也都存在信息提供者(投资顾问)虚假陈述、滥用信息优势的可能性。例如,对央行加息可能性的分析,尽管不涉及具体某只股票,但一定为所有证券投资者所关心。如果其中存在虚假陈述,对信赖该信息而相应作出投资决策的投资者当然会造成损害。为什么要将提供这种信息的人排除在投资顾问定义之外呢?

除了与立法目的缺乏实质关联外,以内容界定投资顾问业务的更大问题在于其对言论自由的干涉更大。第二巡回法院采用的是否涉及特定证券的标准,看起来简单客观,似乎易于操作,但仔细考虑,其实并不简单。新闻媒体对某家上市公司财务舞弊案的报道,虽然不直接对该公司的股票价值作出分析,但往往会在客观上会导致读者对该公司证券价值重新进行判断的实质效果,因此,似乎也属间接提供对特定证券的投资建议,如此一来,新闻记者们是否需要获得证券投资顾问资格许可?夸张而言,对任何上市公司业务活动的评价都可能落入此种逻辑之下,难道从此以往,上市公司将成为新闻媒体的禁区、证券投资顾问们的禁脔?言论自由,夫复何存?

但如果不采如此简单绝对的标准,则对内容的审查又会过于主观,不同的人对内容的认识不同,会缺乏客观标准。这也正是为什么对内容的审查是对言论自由较多干涉的一种方式,为多数人所反对的主要原因。^②

(三) 如何界定个体化关系——SEC v. Park 案的发展

Lowe 案规则所确立的个体化关系,也可能存在模糊之处:什么时候证券投资顾问和客户之间的关系构成了个体化关系,从而符合了投资顾问的定义,受到《投资顾问法》的管辖?什么时候他们之间又是非个人性的关系,不受《投资顾问法》的管辖?这种模糊可能影响 Lowe 案规则的适用。^③

2000年,伊利诺伊州东区地方法院在 SEC v. Park 案中的判决,对

^② See Geoffrey R. Stone, Content Regulation and the First Amendment, 25 WM. & MARY L. REV. 189 (1983).

^③ See Lani M. Lee, The Effects of Lowe on the Application of the Investment Advisers Act of 1940 to Impersonal Investment Advisory Publications, 42 Business Lawyer 507 (1987).

Lowe 案的适用进行了限制,值得关注。^⑩ 该案案情类似中国 2007 年发生的所谓“网络带头大哥案”。Park 通过在网络 BBS 发表证券投资意见,获得了大量的网络拥趸。Park 然后通过开办会员网站,收取每月 100~200 美元会员费的方式,通过电子邮件和网络聊天室向这些会员提供投资建议。至 SEC 查办时,Park 已有 3800 名会员,收入在 100 万美元以上。

SEC 通过调查发现,Park 存在三方面的问题:(1)“剥头皮”交易(scalping),即 Park 向会员推荐自己持有的股票,在会员们购买导致该股票价格上升后卖出;(2)为了吸引会员加入,Park 编造和虚假表述自己的业绩,甚至在自己公司已持有某种股票的情况下,宣称公司正准备买入;(3)Park 还可能接受某些公司的报酬,鼓吹该公司的股票,但不披露其利害关系。SEC 对 Park 提出了四项指控,其中第三项和第四项指控认定 Park 违反了《投资顾问法》第 206(1)条和 206(2)条的反欺诈条款。

Park 则要求法院直接驳回 SEC 的起诉,针对第三项和第四项指控,Park 认为其提供的是非个人化的投资建议,根据 Lowe 案原则,根本不构成《投资顾问法》下的投资顾问,不受该法管辖。

法院在该案中一方面对什么是个人化的投资建议提出了意见,另一方面则对如何适用 Lowe 案提出了新的看法。后一方面的观点更值得关注。

在承认 Lowe 案有效的前提下,法院必须认定投资顾问与客户之间构成了个人化的关系,才能将其纳入《投资顾问法》的管辖范围。本案中,Park 通过电子邮件向客户提供投资建议,往往并不针对单个会员的具体财务状况和投资需求,而只是列出一个推荐投资的股票名单,一般大家并不认为这种情况构成个人化关系。但本案法院则认为:通过电子邮件和特定客户联系,在网络聊天室回答个别客户的问题和讨论推荐的股票名单,以及将客户划分不同的等级,是有可能构成个人化关系

^⑩ SEC v. Park, 99 F. Supp. 2d 889 (N. D. Ill. 2000).

的。^②这种解释过于扩大了个人化关系的范围,受到了学者的严厉批评。^③

不过本案法院判决的重点并不在上述对个人化关系的解释,因为法院并未对 Park 与客户的关系是否个人化作出最后的判断。本案的重点,也是推动法院驳回被告请求的关键在于本案法院对如何适用 Lowe 案原则的认识。

本案法院认为,根据 Lowe 案,国会在《投资顾问法》立法时已经考虑到了对投资顾问的监管可能与言论自由的保护相冲突,因此,以个人化关系界定投资顾问,以避免这种宪法问题。但实际上,国会在《投资顾问法》中并没有直接用个人化关系定义投资顾问,而是通过排除条款的适用来达到此目的。适用 Lowe 案原则讨论某人是否应被纳入投资顾问定义时,不能仅仅讨论提供投资建议的某人与其客户之间关系的性质是否个人化,还必须讨论其是否能够具体适用《投资顾问法》中的某个排除条款,特别是“正常与真正出版物”这一排除条款。换句话说,本案法院认为:只要某人提供投资建议满足了《投资顾问法》对投资顾问定义的三个要素(收取报告、提供证券投资建议和经营),即使某人与其客户之间的关系在一般意义上不具有个人化性质,但如果其不能满足“正常与真正出版物”这一排除条款的条件,仍然不能被排除在《投资顾问法》的适用范围之外。本案中 Park 就面临这种情况。

Park 通过网络向会员提供证券投资建议的行为,完全符合《投资顾问法》对投资顾问的定义,尽管某人与客户之间的关系是否个人化还没有定论,但其明显不能符合“正常与真正出版物”这一排除条款。按照 Lowe 案对“真正出版物”的解释,某人提供的投资建议内容必须是无利害关系的评论和分析,而不是伪装成出版物的个人性交流,其中不应当包含虚假和引人误解的信息,或者被用于鼓吹或推销与提供建议者有利益关系的证券。按照 SEC 的认定,Park 从事“剥头皮”交易和编造自己的业绩,显然不符合这一条件。Lowe 案认为,“正常出版”并

^② 本案中由于法院只是讨论被告要求直接驳回的请求是否受理,因此并未对此作出直接判断。

^③ See Robert Kry, *Once in Doubt*, 110 *Yale Law Journal* 725 (2001).

非是指时间上是否按期出版,而是其出版时间与特定的市场活动、影响或者有能力影响证券业的事件之发生没有关联。SEC认为 Park 虽然每日都提供投资建议,看起来很正常,但其每日大量提供投资建议的目的,是希望通过鼓吹抬高这些股票的价格,以便自己出售获利,因此并不符合“正常出版”的标准。

因为 Park 并不能适用《投资顾问法》第 202(a)(11)条的排除条款,不能被作为“公开并正常出版发行的真正的报纸、新闻杂志、商业或者金融出版物的出版人”而被排除在《投资顾问法》的适用之外,其作为投资顾问就必须遵守该法的约束,受到该法反欺诈条款的管辖。法院因此没有支持被告要求直接驳回原告各类诉求的请求。此后 Park 与 SEC 达成和解,交出违法所得,并接受罚款。

六、结论

投资顾问是证券市场上吸收和消化信息的重要环节,有利于投资的增长,但同时也可能为谋取私利而损害客户的利益。各国都不得不对投资顾问进行监管,尽管在严厉程度上有所不同。但对投资顾问的监管很可能损害了对言论自由的保护,如何在两者之间达致某种平衡,是立法和司法都必须考虑的问题。

美国 Lowe 案在面对合宪性挑战时,通过对《投资顾问法》中投资顾问定义及其排除条款的解释,强调个人化关系作为界定投资顾问的核心因素,避免了对投资顾问监管是否违宪作出直接判断。在展示美国最高法院大法官们智慧的同时,也带来了一定的问题。

本文通过对 Lowe 案及其影响的研究,试图展示其中的核心问题。这一问题在中国目前虽然并不凸显,但随着法治国的建立、宪政的完善和公民权利保护的加强,在今后也可能成为中国证券监管所不得不面对的问题。本文的研究希望能够起到未雨绸缪的作用。