

论集合投资计划类 金融商品的统合规制

——以规范集合投资计划管理人的
信义义务为中心*

周 颖**

摘要:对集合投资计划进行统合规制是解决我国目前集合资产管理业诸多问题的良方。而集合投资计划外延广泛,要实现统合规制,需寻求其法律关系之共性与规范之着力点:任何组织形式的集合投资计划都必然存在因组织内部信息不对称而形成的代理风险问题,法律应对该问题的有效做法是规范管理人的信义义务,而非一味地借助以解决市场失灵问题为目的的消费者保护规则;我国现有的关于各类集合投资计划的法律法规均缺乏对管理人信义义务的规范,是市场难以推行“买者自负”规则的根本原因。就内容而言,对管理人信义义务之规范,不仅包括概括的信义要求和具体的行为规范,还应包括有效的履行监督机制。

关键词:集合投资计划 统合规制 集合投资

* 本文受国家留学基金资助(CSC201406220007)。

** 山东大学法学院硕博连读研究生、美国威斯康星大学麦迪逊分校联合培养博士生。

计划 管理人的信义义务

近年来,日益庞大的资产管理业尤其是集合资产管理业,仍然面临着刚性兑付、存在监管空白以及投资者保护不力等诸多问题。^{〔1〕}在此背景下,集合投资计划统合规制的金融法制发展主张悄然兴起。^{〔2〕}从市场监管的角度讲,引入集合投资计划这一概念,并以其为对象进行统合规制,能够有效解决目前我国金融市场上存在的集合理财商品监管标准不一,具有集合投资性质的民间集资游离于法律、监管体系之外这一现实问题;亦符合“金融商品和服务统合立法”这一世界金融法制发展的总趋势。然而,集合投资计划种类繁多,有着不同的组织形式、募集对象、交易方式和投资范围,其法律关系更是莫衷一是,那么统合规制赖以实现的基础,即规制对象的共性是什么?对什么内容进行统一规范才能实现金融消费者保护这一统合规制的立法目标?

本文将在厘清集合投资计划的内涵、外延的基础上,分析集合投资计划的一般法律构造及其必然导致的代理风险问题。从而论证集合投资计划管理人的信义义务乃不同集合投资计划法律关系的共性所在,乃保障集合投资计划份额持有人权益之根本;也就是说,对集合投资计划进行统合规制,不仅是因为我国需要将目前尚游离于法律、监管体系之外的集合投资类金融产品纳入规制范围,更重要的是因为,各类集合投资计划有着可以且应当予以统一规范的内容,在金融消费者的保护上需要同样的法律制度设计。进而以英国《集合投资计划法规汇编》为借鉴,指出在集合投资计划统合规制的立法中应如何规范集合投资

〔1〕 参见肖百灵:“中国金融机构集合投资商品及监管体制研究”,深证综研字第0189号,2012年8月25日;杨东:“市场型间接金融:集合投资计划统合规制论”,载《中国法学》2013年第2期;陈康亮:“吴晓灵:金融业需破除刚性兑付障碍”,载新浪网,<http://finance.sina.com.cn/china/jrxw/20150327/132521826437.shtml>,2015年6月27日访问。

〔2〕 参见杨东:“市场型间接金融:集合投资计划统合规制论”,载《中国法学》2013年第2期;崔文思:“论我国集合投资计划的法律规制”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第2卷),法律出版社2011年版;陈洁:“日本《金融商品交易法》中的集合投资计划”,载《法学》2012年第10期;杨志春:“集合投资计划的统合规制与分类监管”,载《上海金融》2014年第9期。

计划管理人的信义义务。

一、集合投资计划概念的引进与统合规制论

(一) 统合规制的立法例中集合投资计划的概念

英国《金融服务与市场法》(Financial Service and Market Act 2000, FSMA)第235条,明确规定了集合投资计划(collective Investment Scheme, CIS)这一概念,“集合投资计划是指与包括金钱在内的任何财产相关的安排,其目的或效果是使得参与该安排的人获得因收购、持有、管理或处分该财产而产生的利润或收入”,应当具有以下特点,“无论参与者是否有权提出建议或发出指示,参与者不对该财产的安排进行日常的控制”,“参与者的出资及其产生的利润和收入集合在一起,由该计划的管理人或代表者进行整体性的管理”,但是“在特殊情况下或者安排属于其他特定类型的”除外。除此之外,我国学者还普遍认为,日本《金融商品交易法》第2条第2款第5项亦明确界定了集合投资计划这一概念。^[3]然而,事实上第五项原文并没有使用“集合投资计划”这样的表达,而是通过以下标准对准有价证券进行了兜底式的列举,“基于民法上的合伙契约、商法上的隐名合伙契约、投资事业有限合伙契约、有限责任合伙契约的权利,社团法人社员权或者其他权利,权利人可参与分配利用其出资所开展的投资事业的资产和产生的收益的”属于准有价证券,但“所有权利人都参与投资事业经营,或权利人无权获得超过其出资数额的回报”的除外。实则可以发现,该条所规定的准有价证券的兜底性认定标准与英国FSMA中对集合投资计划的定义在本质上是—致的,都强调以下三个构成要件:—是,投资者

[3] 参见陈洁:“日本《金融商品交易法》中的集合投资计划”,载《法学》2012年第10期;杨东、刘磊:“证券法的转型:从传统有价证券到金融商品——日韩两国给我们的启示”,载《证券法苑》2011年第5卷;周行—、郭维裕、徐政义等:“从日本《金融商品交易法》来探讨我国未来金融市场发展方向”,“中华民国”证券商业同业公会委托专案研究,2008年12月,第105页。

出资形成集合资产；〔4〕二是，管理人运用集合资产开展投资事业，投资者（担任管理人的投资者除外）无权参与事业经营；三是，投资者参与该投资事业收益的分配。

此外，通过英国《集合投资计划法规汇编》（Collective Investment Schemes Sourcebook, COLL）COLL1. 1. 1 对该法规汇编适用对象的列举，可知英国集合投资计划概念的外延，包括“拥有可变资本的投资公司（Investment Companies with Variable Capital, ICVC）、被授权的单位信托计划（Authorized Unit Trust Schemes, AUT）、被授权的契约型计划（Authorized Contractual Schemes, ACS, 包括共同所有权和有限合伙）”。大同小异，韩国《金融投资服务与资本市场法》第 188 ~ 228 条列举了集合投资机构的种类，包括投资信托、投资股份公司、投资有限责任公司、投资合资公司、投资隐名合伙、投资合伙。

（二）我国金融市场上集合投资计划的外延

将集合投资计划这一概念放诸我国金融市场考察其外延，可以发现，我国诸多名称各异、适用不同监管规则的理财产品，皆为集合投资计划（见表 1）。这是我国采取“出现一种理财产品就针对其制定相应的监管规则的做法”〔5〕的结果。

表 1 我国金融市场上的集合投资计划

商品名称	组织形式	募集方式	以其为规范对象的法律或行政法规
1. 银行个人理财产品	尚存争议	公募	《商业银行个人理财业务管理暂行办法》

〔4〕 英国 FSMA 第 235 条规定，“集合投资计划是与包括金钱在内的任何财产相关的安排”，并没有对用于集合投资的财产的种类作出限定；而日本《金融商品交易法》第 2 条第 2 款第 5 项则规定，投资者可以“货币或内阁府令特别认定的类似于货币的财产”参与集合投资计划，此为两者在统合规制对象范围上的区别。就我国目前之现实状况而言，投资者以货币形式出资所参与的集合投资计划是金融市场上集合投资计划的绝对主流，且难以直接实现对集合投资计划最大范围内的统合规制。因此，本文所言集合投资计划仅指投资者以货币形式出资所参与的集合投资计划。

〔5〕 杨东：“市场型间接金融：集合投资计划统合规制论”，载《中国法学》2013 年第 2 期。

续表

商品名称	组织形式	募集方式	以其为规范对象的法律或行政规章
2. 投资型保险	尚存争议	公募	中国保监会《关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知》
3. 券商集合资产管理计划	信托	私募	《证券投资基金法》 《证券公司集合资产管理业务实施细则》
4. 集合资金信托计划	信托	私募	《信托公司集合资金信托计划管理办法》
5. 证券投资基金	信托/合伙/公司	公募/私募	《证券投资基金法》
6. 私募股权基金(包括创投/风投基金)	信托/合伙/公司	私募	《创业投资企业管理暂行办法》(发改委、科技部等十部委联合发布)
7. 民间资本管理公司	公司	私募	暂无专门的监管规定
8. 民间君子协议型集合理财	尚存争议	私募	暂无专门的监管规定

首先,证券投资基金、私募股权基金、集合资金信托计划均属于集合投资计划的范畴,这体现在《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)及其争取私募股权基金(包括创投/风投基金)入法的修法过程之中。2013年6月1日开始实施的《基金法》作为我国目前唯一一部由人大常委会修订通过的有关集合投资计划的法律,其对于“基金”本身的界定,不论是从构成要件还是组织形式上而言,实际上与英国法上的集合投资计划并无二致。^[6] 依据《基金法》第2条、第3条的规定,证券投资基金系

[6] 虽然我国《证券投资基金法》对“基金”本身的界定与集合投资计划无异,但笔者认为,基金仅是对特定金融产品的称谓,无法取代集合投资计划这一法律概念。首先,基金是一种较为通俗的表达,被广泛地使用,除了投资基金,还有社会保障基金、社会公益基金、各种赔偿基金等。其次,从其他国家的立法来看,英国FSMA并没有使用基金(fund)这一概念,《集合投资计划法规汇编》使用了“授权基金”(authorised fund)一词,用于指代ICVC、ACS以及AUT,但也没有给出明确定义;美国的共同基金(mutual fund)被认为是一种集合投资的工具,适用《投资公司法》,而在该法中却没有共同基金的定义。

“公开或者非公开募集资金设立”，“由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，进行证券投资活动”，基金份额持有人“按其所持基金份额享受收益和承担风险”或“收益分配和风险承担由基金合同约定”。与集合投资计划的三个构成要件相比，两者的不同之处仅在于前者将所开展的“投资事业”限定为“证券投资”，即“买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额，以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”。在组织形式上，信托、公司、合伙得到了《基金法》的全面认可：该法第2条规定，“本法未规定的，适用《中华人民共和国信托法》”，实际上是承认了普通基金的信托本质；第154条明确将以公司、合伙为组织形式的基金纳入了该法的适用范围。这不仅是证券投资基金系集合投资计划的明证，亦可进而言之，若无“证券投资”这一投资范围的限定，私募股权基金、集合资金信托计划〔7〕应都落入《证券投资基金法》的适用范围，属于集合投资计划的范畴。其实，在《基金法》的修法过程中，立法者就曾积极主张扩大该法的适用范围：在第一次提交人大常委会审议的《基金法（修订草案）》中，基金所投资之证券并没有“公开发行”这一限定，买卖未上市交易的股票或者股权，亦属证券投资；且，立法者也曾坦言“1999年开始基金立法时，想立一部综合的《投资基金法》而不是《证券投资基金法》”。〔8〕

其次，银行理财产品正在走出法律关系大讨论的泥潭，回归信托型集合投资计划的本质。长久以来，《商业银行个人理财业务管理暂行办法》、银行自身以及学者，皆以保本与否、收益率浮动与否为标准对银行理财产品进行分类，并对不同类型的银行理财产品的法律关系争论不休。〔9〕不可否认，银行理财产品因银行业以及银行业监管的特殊性而与其他金融机构的集合资产管理业务有着天然的区别。例如，《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第11条承认了理财产品“保本收益”的

〔7〕 《信托公司集合资金信托计划管理办法》第26条规定：“信托公司可以运用债权、股权、物权及其他可行方式运用信托资金。”

〔8〕 汤雅婷：“基金法修订倒计时”，载《财经国家周刊》2012年第12期。

〔9〕 参见王云川：“商业银行个人理财业务法律分析”，载《金融法苑》2005年第69辑；潘修平、王卫国：“商业银行理财商品若干法律问题探讨”，载《现代法学》2009年第4期。

合规性;《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》(银监发[2009]65号)第18~19条禁止理财资金投资于任何公开发行或者未公开发行的股票、证券投资基金;《商业银行法》第43条关于商业银行“不得从事信托投资和证券经营业务”的规定,更是“银行理财产品信托法律关系论”无法逾越的障碍。然而,这在一定程度上限制了银行理财产品在集合投资类商品中的竞争力,同时也是银行理财产品“隐性担保”和“刚性兑付”问题的诱因之一。于是,银监会2014年12月下发的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》的起草说明即已明确表示,该办法充分借鉴基金、证券、保险、信托等资产管理业务的监管规定,旨在推动银行理财业务向资产管理业务转型,引导预期收益率型理财商品向基金化净值型商品转型。由此,银行理财产品乃信托型集合投资计划的属性将进一步得到确认。

此外,投资型保险有着明显的双重法律属性,从《中国保监会关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知》(保监发[2015]32号)来看,其投资账户实与集合投资计划无异,但在目前分业监管的模式之下,仅接受保监会之监管。对于新兴的民间资本管理公司^[10]以及一直以来法律关系不明的民间君子协议型的集合理财,^[11]则游离于法律之外。而通过引入集合投资计划这一概念,即可将满足其抽象、概括标准的金融创新产品纳入法律与监管体系之中,使其合法化、规范化。

二、管理人的信义义务:不同集合投资计划法律关系的共性之所在

集合投资计划概念的抽象性与概括性以及外延的广泛性决定了

[10] 例如,温州以地方政府规范性文件的方式创设了民间资本管理公司,集合民间私人过剩资本进行项目融资和短期财务性投资,直接纳入当地政府(具体是金融办)的监管范围,不需要现有正规金融监管体系的审批监管。参见杨东:“市场型间接金融:集合投资计划统合规制论”,载《中国法学》2013年第2期。

[11] 民间的理财工作室、从事投资咨询与管理机构或个人,为投资者提供投资服务,可由几个委托人通过协商共同开立一个资金账户,与投资管理人商定投资收益分成比例并将账户信息告知投资管理人,投资管理人负责资金账户的日常交易。因其运作完全靠个人信用维系,故称为君子协议型的集合理财。

其必然有着多样的形态和多样的法律关系,既包括因组织形式的不同而形成的不同法律关系,亦包括因创新的商品组合或收益分配形式而形成的多种法律关系的交织,如投资型保险和分级基金。因此,要对集合投资计划进行统合规制,就必须首先找到不同集合投资计划法律关系的共性之所在,并思考其法律关系的多样性是否会削弱统合规制的可行性。

(一) 集合投资计划的一般法律构造与管理人的信义义务

相比于直接金融和间接金融,金融中介在作为市场型间接金融的集合投资计划中的角色发生了根本的变化。如图1所示,直接金融建立的是资金供给方与资金需求方之间直接的法律关系,金融中介在其中仅扮演代理金融商品买卖的经纪人的角色;在以银行类金融机构为主导的间接金融中,金融中介分别与资金供给方、资金需求方形成两个相互独立的法律关系,扮演着切断法律关系、切断投资风险的资金池的角色。与此两者不同,集合投资计划与资产支持证券被称为市场型间接金融,^[12]这一称谓明确表达了两层含义:一是,此种资金融通方式引入了募集、销售等市场因素;二是,由于金融中介的存在,资金供给方与资金需求方之间并无直接的法律关系。

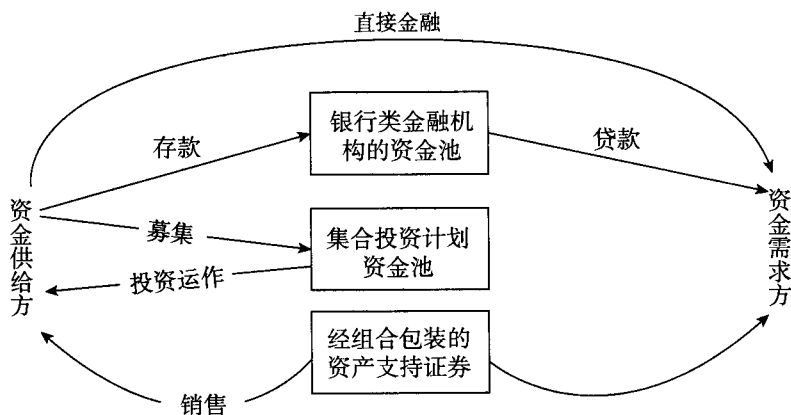


图1 直接金融、间接金融与市场型间接金融的对比图示

[12] 参见[日] 堀山昌一：“市场型间接金融序论”，载《财经评论》2001年第4期。

就集合投资计划而言,切断资金供给方与资金需求方之间直接联系的是经募集形成的集合投资计划资金池。与传统间接金融中,资金计入金融中介的资产负债表、资金运用风险由金融中介承担的资金池不同,集合投资计划资金池是一笔独立运作的财产,集合投资计划在形式上具有法律主体的特征。如上文所述,集合投资计划一般采用信托、合伙、公司三种组织形式:公司无疑属于民事主体的范畴,有独立的财产;合伙亦属有权以自己的名义从事相应民事活动的“其他组织”,合伙财产区别于合伙人尤其是有限合伙人的财产,具有一定的独立性;^[13] 信托,也有学者认为,“信托基金即为信托财产,非仅为权利客体,亦具法律主体性”,^[14] 其财产的独立性更有着法律的明确规定(《中华人民共和国信托法》第15~16条)。也就是说,投资运用集合投资计划资产所产生的收益应归入集合投资计划,风险亦由集合投资计划本身承担。

在具有财产独立性的集合投资计划中,金融中介的身份系信托受托人、普通合伙人或公司董事,但实质上都是扮演着管理人(一般亦为发起人)的角色,管理人(以下均以管理人代称信托受托人、普通合伙人及公司董事)的投资运用行为是决定集合投资计划及其份额持有人收益多寡的最重要的能动性因素。日本《金融商品交易法》第28条第4款,将此种利用从集合投资计划份额持有人那里筹集来的资金进行投资运用的行业定义为“投资运用业”,并在第42条规定了投资运用业者的信义义务,即忠实义务与善良管理人的注意义务。这正如同,公司董事因受托经营公司财产,在本质上与股东之间是一种信义关系,所以公司法对其课以信义义务。^[15] 由此可以看出,集合投资计划份额持有人权益的保护在本质上趋近于股东权益的保护,而非消费者权益的保护;且,因绝大多数集合投资计划份额持有人并不参与投资事业的经营,集合投资计划管理人应该承担比一般公司董事更为严格的信义义务。

(二)管理人的信义义务作为“共性”的表现及其原因

首先,不同的集合投资计划所形成的不同法律关系均包含着管理人

[13] 参见王利明:《民法总则研究》,中国人民大学出版社2003年版,第463页。

[14] 陈春山:《证券投资信托契约论》,台北五南图书出版公司1987年版,第123页;何美欢:《公众公司及其股权证券》(下册),北京大学出版社1999年版,第1081页。

[15] 参见罗培新:《公司法的合同解释》,北京大学出版社2004年版,第270~289页。

信义义务这一内容,这是法律对于此类社会关系的一致性规范。例如,《信托法》第25条规定,“受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”;《公司法》第147条规定,“董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务”。对于投资者而言,集合投资计划的功能在于通过专业管理人对集合资产的投资运用实现其个人资产的保值增值,而投资者无须亦无权参与资产的投资运用,这决定了集合投资计划所选择的组织形式都必然会在因组织内部信息不对称所导致的委托代理问题——代理人行为的道德风险。如 Ross 教授所言,“如果当事人双方,其中代理人一方代表委托人一方的利益行使某些决策权,则代理关系就随之产生”。^[16] 同时,“信义义务这个概念所表达的是一种保护他人利益的强烈的道德义务”。^[17] 从法律层面看,DeMott 教授认为,信义义务是法律应对以下情形的工具,即一方主体的自由裁量权因其与他方主体的特殊关系而应当受到控制的情形。^[18] 因此,对于存在委托代理问题的集合投资计划,尽管选择不同的组织形式会产生不同的法律关系,但信义义务必然是其共性之所在。

其次,集合投资计划的共性不仅在于其法律关系均包含管理人的信义义务,还在于其管理人所从事的都是投资事业的经营,鉴于以信托、公司、合伙的组织和行为为规范对象的法律只能笼统地规定管理经营者的信义义务,针对投资运用这类特殊的管理经营行为制定以管理人的行为规范为内容的具体信义义务具有必要性和可行性。其一,信义义务可因基础关系内容的不同,而进一步衍生出不同的具体义务。^[19] 《新帕尔格雷夫经济学辞典》中对信义义务即有如下描述:“随着受托人与他们的

[16] Stephen A. Ross, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, *The American Economic Review*, Vol. 63, 1973, p. 134.

[17] Barbara Black, *How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *U. Pa. J. Bus. L.*, Vol. 13, 2010, p. 117.

[18] See Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, *DUKE L. J.* Vol. 1988, No. 5, p. 915.

[19] 参见陈学文:“商业银行非保本理财业务的投资者法律保护——以英美法系国家的‘信义义务’为借鉴”,载《政治与法律》2012年第7期。

相对方(即委托人)之间的关系类型不同,这些义务随之改变”。^[20]其二,权利遭受侵害的风险测度是确定立法调整对象的有效方法。^[21]即,法律应对面临同样风险的权利施以同样的保护。Fankel 教授亦认为,不同信义关系中的信义义务有着不同的具体内容,系因为不同信义关系中受托人权力滥用问题的严重程度不同。^[22]对于不同组织形式的集合投资计划而言,管理人的主给付义务皆为运用集合资金进行投资事业的经营;尽管不同的组织形式对管理人的激励机制不尽相同,但管理人侵害份额持有人权益所可能采取的途径和方法却因相同的投资事业经营行为而高度一致。进而言之,不同组织形式的集合投资计划在管理人信义义务的具体内容上也有着必然的共同性。

因此,集合投资计划的统合规制应以管理人的信义义务为基础,并不排斥集合投资计划法律关系的多样性,相反集合投资计划纠纷的解决仍需回归对法律关系的识别、回归传统民法的规范体系;^[23]而信义义务仅是其法律关系的内容,是以法定义务的形式调整当事人之间在经济权利上的不平等关系,弥补管理人承诺的空白。英国 COLL3. 2. 5 就明确规定,组织架构集合投资计划的合同应当首先符合开放式投资公司条例(OEIC Regulations)、契约型计划条例(Contractual Scheme Regulations)和信托法(Trust Law)的规范要求;同时 COLL6“日常运行的义务和责任”,并未依据集合投资计划的不同组织形式作出区分式的规定,仅有极少数条款注有该条款不适用于某种集合投资计划的说明。例如,COLL6. 1. 3 指出“单位信托的托管人(trustee)的监督义务与投资公司或契约型计划的托管人(depositary)的监督义务并不完全相同,这源于不同的被授权基金在法律关系上的不同和《信托法》的特别规定”。

[20] [美]纽曼:《新帕尔格雷夫经济学辞典》(第2册),徐明月等译,法律出版社2003年版,第140页。

[21] 参见付中和:“投资基金法与投资者保护——美国之立法例及中国法之借鉴”,载《福建法学》2001年第3期。

[22] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, CAL. L. REV., Vol. 71, 1983, pp. 807-808.

[23] 参见王志诚:“银行销售金融商品之义务及责任——规范原则与实务争议”,载《月旦法学杂志》2010年第8期。

三、管理人信义义务的履行:集合投资计划份额持有人权益保护之根本

(一)管理人信义义务的履行是集合投资计划份额持有人接受“买者自负”的前提

从集合投资计划所引发的大量纠纷案件^[24]来看,投资者(集合投资计划份额持有人)对于“买者自负”有着强烈的抵触情绪。其根本原因并不在于投资者为增加胜诉的几率而主张的金融商品销售者虚假宣传、未尽风险提示义务等诉由,而在于投资者对集合投资计划的投资运作缺乏信任。投资者所购买的理财产品未能达到预期收益率或发生了本金的损失,是引发此类纠纷的直接原因。投资者或以被告信息披露不充分、双方未就合同内容达成合意为由主张合同未成立,^[25]或以被告就涉案金融商品存在虚假宣传为由主张被告应承担违反《广告法》第4条和《消费者权益保护法》第20条的侵权责任;^[26]或以被告未能充分揭示商品风险、构成欺诈为由,请求法院撤销合同。^[27]然而,其中不乏因投资者(原告)确与被告签订了包含有商品说明、风险提示等内容的合同,且商品说明并无虚假,而法院判决“原告系自愿购买金融商品,其投资风险理应自负”的案件。^[28]在一定程度上说,此类诉讼是投资者逃避“买者自负”的市场规则的选择。而与此相应的是我国资产管理市场上始终难以打破的“刚性兑付”。^[29]此种现象令人反思:同样是投资者,相比于

[24] 据统计,2014年我国新发投资理财类案件1267起,同比上升616%,涉案金额547.93亿元,同比上升451%。参见郭子源:“治理民间金融乱象须规范监管”,载《经济日报》2015年4月29日版。

[25] 参见上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)终字第139号民事判决书。

[26] 参见浙江省杭州市中级人民法院(2014)浙杭(商外)终字第24号民事判决书。

[27] 参见上海市黄浦区人民法院(2014)黄浦民五(商)初字第7693号民事判决书;湖北省武汉市中级人民法院(2014)鄂武汉中民(商)终字第00572号民事判决书。

[28] 参见上海市第二中级人民法院(2009)沪二中民三(商)终字第428号民事判决书;上海市徐汇区人民法院(2014)徐民二(商)初字第2121号民事判决书,等等。

[29] 参见吕江涛:“超20款信托商品暴风险,刚性兑付未打破”,载《证券日报》2014年12月19日版。

股票二级市场上的投资者,为何集合投资计划份额持有人却难以接受“买者自负”的市场规则?

首先,集合投资计划份额持有人信任集合投资计划管理人系忠实地以善良管理人的注意经营投资事业是其接受“买者自负”的前提。一方面,“买者自负”的前提是,在公平的市场交易条件下,凭借自己的主观判断和自身情况做出交易决策。^[30] 其依据在于,“对于因自己之判断所造成之盈亏,投资人理应负其责任”。^[31] 对于集合投资计划份额持有人而言,其做出的决策是选择了该集合投资计划及其管理人,由管理人对集合投资计划资产进行投资运用。另一方面,金融商品是“未来利益请求权的表彰”,^[32] 其本身具有时间上的延续性,其收益与风险皆来源于此,即该段时间内金融商品发行者的经营和资产状况。集合投资计划作为一种市场型间接金融,其收益与风险首先取决于管理人的投资决策,其次才与实体经济中资金需求方的经营和资产状况相关。因此,集合投资计划份额持有人不接受“买者自负”的根源只存在于以下两点:一是,其对集合投资计划及其管理人的选择受到了不公平市场因素的影响,例如销售中的信息披露不完全或虚假陈述;二是,难窥管理人投资决策的真相,对管理人信义义务的履行缺乏信任。目前,法律对于前者的救济性规范更具可操作性,且以规范销售环节为核心的金融消费者保护立法的呼声正高;而对于后者,由于缺乏对管理人信义义务的统一规范和监管,法律、监管机构以及投资者对管理人信义义务的履行都没有客观的衡量,这无疑加重了投资者对集合投资计划管理人的不信任。的确,如果法律不对集合投资计划份额持有人提供任何保护,管理人会将所有风险归结为市场风险,而没有任何激励履行其信义义务。^[33]

其次,购买集合投资计划份额可以实现其所投入的该部分资产的保

[30] 参见徐明、卢文道:“证券交易‘买者自负’原则的司法适用及法制化初探”,载《证券法苑》2011年第4卷。

[31] 林国权:《证券交易法研究》,中国政法大学出版社2002年版,第23页。

[32] 王文宇主编:《金融法》,元照出版有限公司2008年版,第25页;王楠:“商业银行零售金融商品业务的法律问题研究——以金融消费者保护为视角”,中国政法大学硕士学位论文,2010年。

[33] 参见彭涛、魏建:“基金商品零售中的金融消费者保护研究”,载《金融研究》2011年第2期。

值增值,是每一位集合投资计划份额持有人的基本预期,并且他们为此分别向集合投资计划的发起人、管理人、托管人支付了认购费(参与费)、管理费和托管费,这在一定程度上降低了其对亏损的心理接受能力。从有偿交易的角度讲,管理人所收取的管理费或提取的业绩报酬,是投资者对其所提供的投资运用服务以及以专业知识、投资经验为内容的智力商品的购买。金融业研究者就曾指出:“透过此种金钱与智慧两方面之合作与共创等媒合,乃近年来金融发展之商品趋势。”^[34]而此种智力商品的运用即体现为管理人的忠实与善良管理人的注意——信义义务的履行。不仅如此,在投资运作过程中管理人确实也有能力控制可能引起一系列风险的非市场因素,从而保证其所提供的“商品”的质量,提高集合投资计划份额持有人获得收益的可能性。例如,尽可能降低运作过程中的交易成本,根据市场变化合理调整投资组合,减少内部人员违规操作等,而这亦属信义义务的范畴。^[35]

因此,管理人信义义务的履行乃决定集合投资计划份额持有人是否接受“买者自负”的最关键因素。对信义义务进行统一的规范和监管,确管理人信义义务的履行,是在适用“买者自负”这一市场规则的同时保障集合投资计划份额持有人权益之根本。

(二) 传统的消费者权益保护模式对于集合投资计划份额持有人权益的保护力不从心

以传统消费者保护的理论与法律规范为模板,主张赋予金融消费者以消费者权利,并在销售环节引入投资者适当性规则,是目前我国学界关于包括集合投资计划份额持有人在内的金融消费者的权益保护问题的主流观点。^[36] 尽管,信息披露、适当性规则对于金融消费者保护的作用毋庸置疑,但总体而言消费者权益保护的传统模式对于集合投资计划

[34] [日]野村综合研究所:《服务,决胜金融大未来:野村金融产业大趋势》,乐伊珍译,日月文化出版公司2008年版,第72~73页。

[35] 参见彭涛、魏建:“基金商品零售中的金融消费者保护研究”,载《金融研究》2011年第2期。

[36] 参见西北政法大学金融法研究中心“中国金融消费者保护立法研究”课题组:“《金融消费者保护法》草案(建议稿)及说明”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第3卷),法律出版社2012年版;何颖:“日本金融消费者保护法律问题研究”,北京大学博士学位论文,2008年。

份额持有人权益的保护是力不从心的。而信义义务,同样作为平衡交易双方之间不对等的经济权利和交易地位的法律手段,则更能达至集合投资计划份额持有人权益保护的自的。

1. 无法识别非市场风险损失,导致事后救济的被动性

《消费者权益保护法》对消费者权益保护的主要实现途径之一是在消费者权益受到侵害时提供法律救济,包括协商、仲裁、诉讼等。一般而言,消费者能够明确地意识到其人身、财产遭受了损害,这是其寻求法律救济的必要前提。然而,面对本金的亏损,集合投资计划份额持有人却无法区分哪些损失是其应当承担的投资风险,哪些损失是人为的非市场因素造成的损失;在取得一定收益的情况下,更是无从了解其中是否还包含了本不应由其承担的非市场风险损失。也就是说,集合投资计划份额持有人无法明确判断其财产权益是否受到了损害,这就造成了其主动寻求法律救济的困难。

而由此,投资风险需“买者自负”的市场规则,就会变身为资产管理者的护身符。就如,2010年美国证券交易委员会(SEC)就高盛2007年设计并销售一款其明知会亏损的CDO商品,从而造成投资者损失超过10亿美元的行为,对其提起欺诈诉讼。该时,高盛的应对方案之一就是“以买者自负”予以抗辩。^[37]有学者对此评论道:“以貌似‘科学’转嫁风险的方法攫取公众投资者财富的‘阴谋’,在信义缺失的情况下合法地得逞了”。^[38]

2. 信息披露规则和适当性规则存在失灵的情况

金融消费者保护中的信息披露规则与投资者适当性规则,是以解决信息不对称的市场失灵问题为目标的制度设计。试图通过打通金融消费者信息获取的渠道,来避免逆向选择和道德风险的发生,达到消费者选择对商品提供者的导向和激励作用,从而保护金融消费者的权益。然而,这一制度设计对于集合投资计划份额持有人的权益保护而言并不总

[37] See Steven M. Davidoff, Alan D. Morrison, William J. Wilhelm Jr., *The SEC v. Goldman Sachs: Reputation, Trust, and Fiduciary Duties in Investment Banking*, J. Corp. L. Vol. 37, 2012, pp. 531-532.

[38] 莫兰琼:“道德风险与监管缺失:高盛事件的深层反思”,载《中央财经大学学报》2010年第12期。

是有效的。

信息披露规则的效果会被投资者认识能力的有限性以及集合投资计划相关信息的复杂性削弱。首先,行为经济理论的研究成果表明,除传统的诱发因素外,市场失灵还可能由消费者认识能力的有限性导致的。^[39] 当商品提供者所披露的信息已超出消费者的认识能力,这些信息将变为无效信息;尤其在金融领域,商品提供者甚至会利用消费者认识的误区来创新和宣传金融商品。其次,集合投资计划的商品信息包含管理人信息、投资计划信息等复杂信息,辨其真伪、评估其优劣需要较高的搜寻成本和学习成本。对于不愿或无力支付上述成本的普通个人投资者而言,此类信息的披露就是无效的。因此,即便有良好的信息披露机制,投资者也难于实现“比较购物”。这也能够解释,为什么很多投资者仅以作为销售者的银行的信誉为参考,购买集合投资类理财商品。

由于集合投资计划的销售者与管理人(发行人)之间存在相互搭便车的心理,过分强调销售环节的投资者适当性规则,会导致集合投资计划管理人减少有关提高投资质量以及风险控制的投入。^[40] 此种相互搭便车的心理源于两者之间的双向隐藏行为:给出购买建议的销售者,却无从知晓集合投资计划管理人是如何投资运作的;根据投资计划确定适当投资者范围的集合投资计划管理人(发行人),却无法监视银行的销售行为和投资者所获得的购买建议。^[41] 因此,如果法律对违反适当性规则的销售者施以严厉的惩罚,必然会促使销售者更为保守地评估投资者的风险承受能力,为其购买集合投资计划的适当性做出评判;但与此同时,若仅片面强调适当性规则,集合投资计划管理人将以集合投资计划份额持有人对风险的预期提高且销售者并不知晓其投资运作情况为凭借,减少有关提高投资质量和控制风险的投入,实现自身利益的最

[39] See John Y. Campbell, Howell E. Jackson, Brigitte C. Madrian, Peter Tufano, *The Regulation of Consumer Financial Products: An Introductory Essay with Four Case Studies*, Harvard Kennedy School Faculty Research Working Paper Series 10 - 040, 2010, p. 9.

[40] 参见彭涛、魏建:“基金商品零售中的金融消费者保护研究”,载《金融研究》2011年第2期。

[41] See Bruce Ian Carlin, Simon Gervais, *Legal Protection in Retail Financial Markets*, *Review of Corporate Finance Studies*, Vol. 1, 2012, pp. 68 - 108.

大化。

当通过以上方式都无法达到交易双方的信息对称和力量平衡时,引入“信义义务”对于解决利益分野问题有着更为现实的意义。^[42]一方面,集合投资计划份额持有人寻求事后救济的被动性表明:统一、具体的信义义务辅之以事前监督、监管,确保管理人信义义务的履行,方为集合投资计划份额持有人权益保护的可行之道。另一方面,信义义务要求管理人忠实于集合投资计划份额持有人的利益,这是通过对管理人课以法定义务的形式解决道德风险问题,能够弥补信息披露与适当性规则的失灵。此外,信息披露与适当性规则更多地是对金融商品销售环节的规范,适用于所有的金融商品,因此其超出了集合投资计划统合规制的范围,属于在更大范围内统合规制金融商品的内容。例如,日本《金融商品交易法》中的信息披露规则(第36~37条)与适当性规则(第40条)即规定于所有金融商品交易业的行为规范通则(第二节第一部分)之中。

四、管理人的信义义务在集合投资计划统合规制立法中的展开

(一) 概括的信义义务

概括的信义义务能够以高于市场道德的标准和宽泛的考察范围筑起规范集合投资计划管理人行为的最后一道防线,法律未列明的义务内容可以通过对信义义务的解释来实现。信义义务源于英美财产法中的信托义务,本质上讲是一种为他人最大利益行事的、利他性质的义务。^[43]在大陆法系,源于英美法的信义义务的内涵被细化为忠实义务和善良管理人的注意义务。忠实乃为他人的最佳利益服务,诚实行事,不得利用其身份、地位、知识或者机会为自己或者第三方谋取利益,避免利益冲突;善良管理人的注意义务系指怀有善意、以尽己所能之谨慎处

[42] 参见黎泉伶:“论资本市场金融服务者信义义务的扩张”,华东政法大学硕士学位论文,2014年。

[43] 参见范世乾:“信义义务的概念”,载《湖北大学学报》(哲学社会科学版)2012年第1期。

理他人事务。^[44]可以看出,抽象的信义义务是对义务人行为的指引,是一种衡量义务人行为的标准,且标准高于一般市场道德。如 Cardozo 大法官所言,“在通常的对等性交易行为中所允许的许多行为方式,在受信义义务约束的场合则是禁止的。信义义务主体的行为标准比市场道德要严格。且,仅仅是诚实是不够的,在最敏感的细节上也必须正直,维持在高于普通人之上的水平”。^[45]关于集合投资计划管理人的概括的信义义务,我国《信托法》、《公司法》、《证券投资基金法》以及各个规范特定集合投资计划的行政规章均做出了明确规定。唯一例外的是,《合伙企业法》并未规定有限合伙中普通合伙人的信义义务,这意味着,对于以有限合伙为组织形式的非证券投资类的集合投资计划而言,其管理人的某些违反信义义务的行为仍可能会落入法律空白之中。

(二)具体的信义义务

针对集合投资计划管理人对集合资产的投资运用行为制定具体的信义义务,即以概括的信义义务的实现为目标规范管理人的具体的投资运用行为,是统合规制集合投资计划的应有之义。概括的信义义务具有模糊性,不能形成清晰的、可操作的行为规范、监管标准和司法裁判标准。^[46]最直接的体现是其适用范围的不断扩张,有学者总结其可适用于“所有将信赖赋予一方、控制和影响力作用于另一方的法律关系”。^[47]因而,具体的信义义务才是针对集合投资计划的具有可操作性的法律规范。英国是统合规制集合投资计划的典型代表,从其《集合投资计划法规汇编》来看,其主体内容为第四部分“投资者关系”(包括投资者获取相关信息的权利和参与持有人大会的权利)、第五部分“投资与借贷的权力与限制”、第六部分“投资运营的义务与责任”、第七部分“交易的监管与授权基金的终止”。其中第五、第六部分是对管理人投资运用行为

[44] 参见汪其昌:“信义关系:金融服务者与金融消费者关系的另一视角”,载《上海经济研究》2011年第6期。

[45] Meinhard v. Salmon, 249 N. Y. 458, 464 (1928).

[46] See Barbara Black, *How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, U. Pa. J. Bus. L., Vol. 13, 2010, p. 120.

[47] 宋琳、邹泰:“信义义务在我国的缺失及其根源探析”,载《山东社会科学》2007年第10期。

的规范,可归为两类:一是,禁止有损害份额持有人权益的风险的行为,例如,COLL6.6.17禁止所有可能存在利益冲突的交易,并对此种交易进行了列举;二是,其履行善良管理人义务所应当做出的行为。例如,COLL6.3.4规定了集合投资计划管理人估算并公布集合投资计划份额净值的最长时间间隔。反观我国的《证券投资基金法》以及各个规范特定集合投资计划的行政规章,如《证券公司集合资产管理业务实施细则》《信托公司集合资金信托计划管理办法》,均与英国《集合投资计划法规汇编》有着相似的立法体例,内容亦不乏此类具体信义义务的规定,这是我国实现集合投资计划统合规制的良好基础。

(三) 信义义务的履行监督机制:以托管人制度为核心

依上文所述,由于难以识别非市场风险造成的损失,集合投资计划份额持有人寻求事后救济具有被动性,这意味着事前的监督成为督促管理人履行信义义务、保护份额持有人权益的关键所在。因此,管理人信义义务的履行监督机制必然是集合投资计划统合规制的重要内容。不仅如此,监督的重要性还可以从其他角度得到论证。例如,有学者认为:“立法者仅仅依靠制定更完备的法律是无法预防未来的损害行为的,最终这一方式不得不让位于监管者的出现。”曾在 Clinton 政府时代担任美国商务部副部长的 Robert Shapiro 指出:“只要大型金融机构仍将尽其所能提高本身之收益与红利,则‘自律’其实是一部危险的神话。”^[48]在实践中投资者对于“监督”的需求已经得到了市场的回应:我国证券公司、期货公司或其分支机构为委托理财合同当事人提供监管服务的“第三方监管”业务已然兴起。^[49]因而,“如何设计一套行之有效的监督机制,以促使管理人采取有利于增进份额持有人利益的行为选择,尽量使管理人的目标函数与份额持有人的目标函数趋于一致”,^[50]是立法者应当认真

[48] James Nye. LIBOR Scandal Set to Rock U. S. as experts Warn It could be “the Biggest Consumer Fraud in History”, The Daily Mail, Jul. 12, 2012, available at <http://www.dailymail.co.uk/news/article-2172377/LIBOR-scandal-rocks-US-experts-warn-biggest-consumer-fraud-history.html>.

[49] 参见周伦君:“委托理财类合同纠纷案件司法解释起草工作第二次研讨会会议综述”,载《中国民商审判》2004年第2卷。

[50] 参见黎泉伶:“论资本市场金融服务者信义义务的扩张”,华东政法大学硕士学位论文,2014年。

考虑的问题。

对比我国目前关于集合投资计划的法律规范与英国《集合投资计划法规汇编》可以发现,我国关于管理人信义义务的履行监督机制的规定既十分简陋又十分混乱。

首先,英国不同组织形式的集合投资计划无一例外地强制适用集合投资计划财产的第三方托管(ICVC与ACS中的托管人被称为Depository,AUT中的托管人被称为trustee)。COLL6.1.3对托管人的职责做出了统一规定,“保障集合投资计划财产的安全,监督被授权的管理人履行其义务”。而在我国,集合投资计划财产的第三方托管仅是对证券投资基金、信托公司集合资产信托计划等“集合投资计划正规军”的要求,并不强制地适用于集合投资类的银行理财产品、有限合伙型的非证券投资类集合投资计划以及目前尚游离于监管体系之外的集合投资计划。意图推动银行理财业务向资产管理业务转型,引导预期收益率型理财商品向基金化净值型商品转型的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》也仅仅是在其起草说明中表示,“鼓励商业银行选择独立第三方银行担任理财产品的托管银行”。

其次,英国的立法赋予了托管人全方位的监督职责,既是权力同时也是义务。其一,托管人监督的事项范围广泛,且其监督行为有明确细致的规范可依。COLL6.6.4规定,托管人有义务“采取合理的注意保证管理人对集合投资计划的经营行为符合COLL5(投资与借贷的权力与限制)、COLL6.2(交易)、COLL6.3(估值和定价)、COLL6.8(收益分配)的规定,以及集合投资计划的组织合同或募集说明书中关于以上几项内容的规定”。并且,在该条所列举的条文中,不仅规定了管理人的具体行为规范,同时还对托管人对此应采取的监督行为做出了明确的规范和要求。例如,作为COLL6.3(估值与定价)的一部分,COLL6.3.6.3即规定了托管人在监督管理人对集合投资计划份额的估值与定价时,应当采取的审查方式及其详细要求;并强调当托管人得知或怀疑管理人的估值与定价系统存在薄弱或不完善时,应增加审查的次数;且即使管理人将估值与定价的义务委托给第三人履行,托管人仍然负有监督义务。其二,托管人有权决定是否应免除管理人对集合投资计划的损害赔偿責任。例如,COLL6.3.6.5中规定,管理人违反该条规定的应立即采取措

施予以改正,并对集合投资计划、份额持有人或曾经的份额持有人因此而产生的损失予以赔偿,但托管人按照以下标准认定该行为仅造成了极小的影响的除外;虽然该行为符合“仅造成了极小的影响的标准”,但托管人认为管理人应当赔偿的,仍可要求管理人向集合投资计划、份额持有人或曾经的份额持有人支付赔偿;如果托管人认为要求管理人支付赔偿是不合适的,应当将此情况报告 FCA,并说明建议和理由。且 COLL6.2.11、COLL6.6.3 等条款亦有类似规定。此外,在必要的时候托管人可以干预管理人的投资运用行为;并有义务将其在履行监督义务过程中发现的问题报告 FCA。以课以义务的形式赋予托管人全面的监督权力,是管理人信义义务履行监督机制的精髓所在,能够充分利用托管人的信息优势、技术优势以及保管集合投资计划财产的有利条件,实现对管理人投资运用行为的监督,防范道德风险。

反观我国,尽管《证券投资基金法》第 37 条对托管人的监督职责作了较为全面的列举,但这仅仅是框架性的规定,缺乏可操作性;而规范特定集合投资计划的各个行政规章对于托管人监督职责的规定也并未做到更加细致,反而存在更多的疏漏,且各个不同。例如,《信托公司集合资金信托计划管理办法》仅有第 22 条规定了托管人(保管人)的监督职责;《证券公司集合资产管理业务实施细则》亦仅在第 28 条、第 63 条简略地提到了托管人的监督职责,相比之下更强调证券公司内部风控、合规、稽核部门的监督职能。可以看出,在我国,集合投资计划管理人信义义务的履行明显缺乏有效的监督机制——没有第三方托管人的集合投资计划还大量存在,托管人履行监督职责缺乏具有可操作性的规范、流于形式;加之集合投资计划份额持有人事后救济的被动性,使我国集合投资计划份额持有人权益的保护成了缺乏制度保障的“空口号”。而这正是制定集合投资计划统合规制的法律规范时应当着重予以解决的问题。