

【经济法学】

金融机构的投资者适当性义务： 实证研究与完善建议

黄 辉

【摘 要】金融机构的投资者适当性义务要求金融机构向投资者销售适当的金融产品,体现“买者自负、卖者尽责”的理念。我国逐步建立起了投资者适当性义务制度,但仍有诸多不足。实证研究发现,我国相关案例不多,但增长趋势明显,总体赔偿率低于海外;银行非保本理财产品和投资顾问业务的案件占比很高;原告投资者几乎全部是个人,且多为老年人。适当性义务的履行应避免形式化;应一并关注其“质”和“量”两个维度;应区分适当性义务与合格投资者制度;以合同为主界定民事责任,但发行人承担连带责任有其正当性;应完善责任减免事由,但不能以合同排除适当性义务;应以功能监管为方向统一适当性义务标准。

【关键词】投资者适当性义务;合格投资者;买者自负;卖者尽责;金融监管

【作者简介】黄辉,香港中文大学法学院教授。

【原文出处】《法学评论》(武汉),2021.2.130~143

【基金项目】香港特别行政区政府 Public Policy Research Funding Scheme(编号 2019.A4.056.19C); Direct Research Grant 研究基金的支持。

一、导言

投资者适当性义务(investor suitability),在我国也称为适当性管理制度,起源于英美金融市场,是指金融机构为客户提供购买特定金融产品的建议时应当保证该投资对该客户是适当的。^①我国金融市场发展迅猛,但也有不少问题,特别是金融产品的不当销售、虚假宣传等乱象屡禁不止,而投资者适当性义务正是应对这些问题的一个重要工具。

投资者适当性义务自21世纪初引入我国后,经历十余年发展,已经初步成形,但仍面临诸多问题,包括支离破碎的规范体系、含混不清的理论认知以及参差不齐的应用实践等。2018年4月27日,中国人民银行等部委联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》),2019年11月14日,最高人民法院发布了《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》),

都专门规定了投资者适当性义务问题。^②2019年12月28日,新修订的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)更是第一次将适当性义务规定在全国性基本法律中。^③近期这些监管、司法和立法文件的密集出台反映了现实中投资者适当性义务问题的重要性和紧迫性,但相关条款仍然非常笼统,操作指导性不足,需要继续完善。

近期出现的几个案例更是一再将适当性义务问题推到风口浪尖。2019年7月,北京高院再审判决了建设银行恩济支行一案,^④认定代销银行违反了适当性义务,需要赔付客户全部本金损失和利息,由于此客户是一名审理金融案件的法官,且具有多年理财产品的投资经验,因而该案引起广泛关注。另外,在2020年4月发生的中行原油宝事件中,适当性义务问题再次成为焦点,尽管该事件非常复杂,但其中一个关键是中行将存在巨大潜在风险的原油宝卖给

了很多普通的个人投资者,“存在降低投资者的准入门槛、客户评级和产品评级违反适当性原则、产品推介宣传违规误导投资者等问题”。^⑤

目前我国学者已经对投资者适当性义务进行了相关研究,但有明显不足之处。首先,有些研究已经过时,一是因为上述的我国近期立法和司法动态,二是因为境外关于适当性义务的规制也在不断发展(近期美国、欧盟和香港都发布了新的规定);其次,有些研究存在误解之处,包括适当性义务的概念和性质问题;最后,有些研究主要是介绍国际经验,而对于本土经验的实证性关注不够,从而难以进行有效的比较和借鉴。因此,本文将在已有研究的基础上,系统梳理我国关于适当性义务的规则体系,探究其逻辑基础,通过案例实证研究揭示其现实运行情况,并与国际经验进行比较,提出完善建议,以提升投资者保护水平。

二、投资者适当性义务的规则、理论与问题

(一)规则体系

适当性义务引入到我国资本市场的时间并不长,可追溯至2005年银监会(2018年后改为银保监会)颁布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,规定“商业银行利用理财顾问服务向客户推介投资产品时,应了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力,评估客户的财务状况,提供合适的投资产品由客户自主选择,并应向客户解释相关投资工具的运作市场及方式,揭示相关风险。”^⑥此后,中国人民银行、银监会、证监会等监管机关陆续发布文件,包括《金融消费者权益保护实施办法》《中国银监会关于规范商业银行代理销售业务的通知》《商业银行个人理财业务管理暂行办法》《证券期货投资者适当性管理办法》《证券公司融资融券试点管理办法》等,规定了各自辖下的金融机构适当性义务。相关行业协会也发布了指导性文件。譬如,基金业协会在《私募投资基金募集行为管理办法》中明确规定了适当性义务。^⑦

《资管新规》第6条第1款规定了金融机构适当性义务的内容,包括了解客户义务、了解产品义务、客户与产品匹配义务以及风险揭示义务,^⑧第2款明确提出了“买者自负、卖者尽责”的原则,要求打破刚

性兑付。^⑨2018年9月28日银保监会制定了《商业银行理财业务监督管理办法》,作为《资管新规》的配套实施细则,对于适当性义务进行了规定。2017年7月1日证监会发布生效的《证券期货投资者适当性管理办法》更是专门为证券和期货领域的适当性义务进行了规定,这些规定在2019年新修订的《证券法》中得到了法律层面的肯定和保障。《证券法》第88条规定,“证券公司向投资者销售证券、提供服务时,应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息;如实说明证券、服务的重要内容,充分揭示投资风险;销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务。”相对而言,《九民纪要》的规定较为丰富,涉及适当性义务定义、责任主体、举证责任和赔偿计算等方面。《资管新规》《九民纪要》和《证券法》分别来自监管机关、司法机关和立法机关,标志着我国适当性义务制度的发展进入了新时代。

(二)法理基础

《资管新规》第6条和《九民纪要》第72条都明确指出,适当性义务体现了“买者自负、卖者尽责”的理念。然而,买者自负与卖者尽责是一个矛盾统一体,如何把握和平衡二者的关系直接影响到适当性义务的理解和适用。

“买者自负”(Caveat Emptor)原则发轫于普通法系,可追溯至公元十六世纪的马匹交易。^⑩买者自负原则的逻辑基础是契约自由,但在现代社会的交易中,由于交易标的可能非常复杂,交易方地位可能差别巨大,因此,契约自由的绝对性日益受到质疑,买者自负原则也逐渐受到约束。金融交易尤其如此。在交易微观层面,金融产品的结构日益复杂、风险日益隐蔽,而金融机构日益庞大,作为买者的金融消费者与作为卖者的金融机构在信息、资金和地位等方面存在严重的不对称,从而买者自负原则可能成为金融机构侵害消费者的工具。在市场宏观层面,金融交易个体的风险容易传导、扩散和叠加,并最终演化为系统性的金融风险,出现所谓的“黑天鹅”和“灰犀牛”现象。^⑪因此,金融交易中的“买者自负”原则更需要适当的限制。

从逻辑上看,金融市场中的买者自负原则隐含

信息对称性、监管正当性、投资者适当性三个前提条件。^⑫为了实现这些前提条件,金融监管衍生出与其相对应的制度与规则。首先,针对信息不对称性问题,强制信息披露制度应运而生,要求卖者充分披露信息,以便买者进行理性的交易决策。^⑬其次,监管正当性在传统上体现为打击欺诈发行、虚假陈述和操纵市场等扭曲交易市场的违法行为,责任人不仅包括发行人董事、监事、高级管理人员及其控股股东、实际控制人等内部人,也包括保荐和承销机构、信用评级机构、资产评估机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构。最后,由于现实中的信息对称性与监管机制存在诸多缺陷,投资者适当性制度应运而生。一方面,有效资本市场假说存在一个颇受质疑的前提假设,即参与交易的市场主体具有充分理性,并且能够迅速、准确地对所有市场信息作出合理反应。但根据行为金融学,投资者只具备有限理性,信息供给与信息知悉之间的鸿沟始终存在,信息披露并不完全有效,信息不对称问题仍然存在。另一方面,由于监管资源限制和权力寻租等各种问题,监管正当性和有效性大打折扣,这在我国尤为严重。^⑭在此背景下,投资者适当性的重要性凸显,成为信息披露与传统监管机制的重要补充。在美国,有学者明确将适当性义务列为强制信息披露与传统监管机制之外的第三条投资者保护路径。^⑮

(三)总体问题

虽然我国的适当性义务制度日益完备,但仍存在不少问题。首先,适当性义务的理论基础需要进一步明晰。如上所述,适当性义务体现了“卖者尽责”原则,是对于买者自负原则的约束,是其运用的前提条件。然而,“卖者尽责”并非“卖者全责”。卖者尽责是对买者自负的制约,而非全盘否定,因此,卖者不能承担全责。现实中,我国资管行业长期存在“刚性兑付”等市场乱象,“卖者尽责”俨然异化为“卖者全责”,成为市场投机者的护身符,获利就闷声发财,亏损则大呼受害,完全漠视市场风险。另一方面,近来也出现了一系列的债券违约事件,片面强调买者自负原则以打破刚性兑付,违规发行和在违约前转移资产的“逃废债”等行为屡见不鲜。2020年7

月15日,最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》,明确指出“债券依法发行后,因发行人经营与收益的变化导致的投资风险,依法应当由投资人自行负责。但是,买者自负的前提是卖者尽责。”可见,“买者自负、卖者尽责”原则是一个有机整体,需要全面和准确理解,否则,将严重阻碍我国金融行业的市场化定价进程,衍生出逆向选择和道德风险等一系列问题。

其次,在分业监管的大背景下,我国适当性义务规则体系呈现出政出多门、法条零散、措辞混乱、标准多元的尴尬局面。^⑯现实中,不同法规对于适当性义务的表述、分类和定性都有差异。譬如,有的称为“适当性义务”,有的称为“适当性管理义务”;^⑰有的将义务分为三类,包括了解客户义务、了解产品义务、客户与产品匹配义务,而将风险揭示义务或告知说明义务另行规定,有的则将上述四类义务都统摄于适当性义务之下。^⑱从历史上看,适当性义务起源于证券业的自律规范,并逐渐得到相关法律和司法确认,^⑲随着金融业的发展,混业经营日益普遍,银行机构等也涉足证券业务,因此,适当性义务从传统的证券机构扩展到提供金融产品销售的所有金融机构。然而,由于我国采用传统的以机构类型为基础的分业监管模式,每个行业都有各自不同的适当性义务规则,导致监管标准不一致和监管套利等问题。尽管《资管新规》等已经在一定程度上缓解了上述问题,但这一问题仍然存在。

再次,适当性义务的性质和概念尚存在争议甚至误解,亟须深入研究。很多法规对于适当性义务的性质语焉不详,有的则直接称为信义义务,^⑳但是,从境外经验看,适当性义务不同于信义义务,而且信义义务在英美法系内部也有不同的涵义,因此,在进行比较借鉴时应注意“同文不同义”和“同义不同文”的问题。^㉑另外,一个常见误区是适当性义务与合格投资者制度的概念关系。概言之,实现投资者适当性的途径既包括适当性义务,也包括合格投资者制度,二者既有联系,也有区别。合格投资者制度通常从投资者的风险识别能力和风险承受能力等维度设定门槛,包括财务条件、专业技能、职业资格和从业经验多元化标准。^㉒由于适当性义务与合格投资者

规则在制度目标上具有相通性,因此,业界和学界有时将二者加以混淆甚至是完全等同,^③从而将合格投资者制度作为适当性义务规则的替代判断,认为只要是合格投资者就自动符合适当性,从而金融机构可以豁免适当性义务。

在中行原油宝事件中,国务院金融稳定发展委员会(金融委)第28次会议确认,中行将自行承担穿仓损失,对投资者保证金损失的承担并非中行的法定义务,但基于投资者适当性的基本原则,将对于大小户进行区别对待,具体门槛是,1000万元以下的客户有机会从中行拿回20%的保证金,而1000万元以上的客户需要自行承担全部保证金损失。^④应当说,这个解决方案具有一定合理性,考虑了普通投资者与合格投资者的区别,但在措辞和逻辑上有可商榷之处。譬如,金融委似乎把投资者适当性视为类似于公平原则的一般性理念,而实际上适当性义务是法定义务,不但规定在2019年证券法中,也早就出现在具有法律效力的各种部门规章中;另外,以1000万元为标准进行一刀切并完全剥夺大客户赔偿权利的做法意味着,一旦认定为合格投资者就自动失去适当性义务的保护。

最后,除了以上的理念和体系等总体性问题之外,适当性义务制度还有很多操作性的具体问题,比如义务履行方式、判断标准和责任追究等。从书面上看,目前对于这些问题的规定比较宽泛,尚需细化。为了全面和深入揭示这些问题,下文将超越书本上的法条,对于我国的相关案例进行系统性的实证研究,评估适当性义务制度的实际运用情况,总结其成绩与不足,从而为相关完善建议提供坚实基础。

三、投资者适当性义务的实践面向:实证考察与特征发现

前文提到,在近期《资管新规》《九民纪要》和2019《证券法》密集出台之前,各个金融监管机关和行业协会已经逐步引入了适当性义务规则,有必要

通过实证研究了解和总结这些前期的实践经验,以解读和评判《资管新规》等的发布背景和意义,并用于适当性义务规则体系的未来发展和完善。^⑤因此,本文对《资管新规》生效日(即2018年4月27日)之前的司法案例进行全面收集和分析,运用“适当性义务”“适当性推介”“适当性管理”等关键词进行检索,主要数据来源为北大法宝数据库和中国裁判文书网。经过对于检索结果的仔细审阅与筛选,最终获取了45个有效案例。

需要指出,尽管上述研究方法有助于揭示适当性义务的整体性特征,但其存在以下局限之处。第一,检索局限于诉诸法院的案件,而现实中许多纠纷并未通过诉讼方式予以解决。第二,部分诉讼案件基于各种原因并未通过互联网公开;第三,北大法宝与中国裁判文书网等数据库已经是目前可得的最佳数据来源,但仍然存在案例遗漏、延迟或错误的的问题;有些判决书制作水平欠佳,推理过于简单,甚至缺失一些重要信息。因此,本文还通过检索媒体和网络以及访谈等途径进一步收集了相关信息。此外,为了更好地进行数据解读,本文也收集了相关境外经验进行对比,由于国情差异等原因,这种对比需要审慎,但至少具有参照意义。

(一)案件数量不多,但增长明显

表1反映了我国适当性义务案件的数量与增长趋势。总体而言,我国适当性义务案例的数量不多,但增长趋势明显。一方面,与英美等国家相比,我国的适当性义务案件的数量较少。比如,英国高等法院在2016至2017年处理的不当销售案件大概为35至50起之间;^⑥美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority,简称FINRA)^⑦的数据表明,2015年至2018年期间的每年基于金融机构违反适当性义务所提起的仲裁案件均超过1,000起。^⑧另一方面,从时间分布上看,2015年之前几乎没有关于适当性义务的案件,但此后案件数量明显增长。

表1

案例的时间分布

年份	2012	2015	2016	2017	2018 ^⑨	合计
我国	1	5	8	28	34	45
FINRA	不明	1,364	1,606	1,606	1,779	6,355+

美国金融市场历史悠久,规范化程度高,在美国SEC注册的投资公司的资管规模与我国相当,^②但为何其适当性义务的案件数量“大幅领先”呢?通过访谈我们发现,其中一个重要原因是,我国金融市场的“刚性兑付”现象盛行,为避免投资者的举报与监管者的调查,金融机构在遭遇投诉后倾向于和解、赔偿,以求息事宁人。^③因此,很多争议并没有进入司法程序,适当性义务案件的暗数规模较大。

本文认为,我国适当性义务案件在2015年以后快速增长,应当归因于鼓励创新的市场环境与日臻完善的救济渠道。2012年底以来,为应对放缓的国内经济,监管部门接连出台措施,放开资管市场,鼓励金融创新。仅以理财产品为例,其规模由12万亿(2014年6月)迅速攀升至29.04万亿元(2016年12月),其中非保本产品的存续余额达到23.11万亿元。^④此外,2015年以前我国缺乏适当性义务的纠纷解决机制,关于赔偿法律责任的规则比较少,这使得许多投资者的维权主张缺乏法律依据,最终申诉无门。^⑤

(二)投资者常有过错,赔偿率低于境外水平

根据法院判决金融机构是否承担责任以及承担多少责任,判决结果可大致分为全额赔偿、部分赔偿(主要是过失相抵的案件)与不承担赔偿责任三种结果。过错责任是我国适当性义务案件的主要归责原则,法院在9起案件中认定投资者存在过错,并判决金融机构与投资者根据一定比例各自承担责任。投资者的过错情形主要包括以下三种。

第一种情形是投资者对金融产品缺乏最基本的

了解(共4起)。譬如,在“张竹青”一案中,法院认定投资者轻信金融机构的推介,并未对产品展开基本了解,对其相关损失的发生亦存在一定过错。^⑥第二种情况是投资者在发现金融机构的不当行为后,没有能够及时采取减损措施(共2起)。譬如,在“朱永奎”一案中,法院认定投资者在可以自行止损的情形下轻信保底承诺,对损失的发生亦有过错。^⑦第三种是金融机构充分告知风险后,投资者仍然坚持购买金融产品(共3起)。譬如,在“金祖慧”案中,法院认定金融机构妥善履行了风险评估与告知义务,但投资者执意要购买相关的理财产品,最终遭受损失,应当承担主要责任。^⑧

在统计赔偿率时,本文将部分赔偿的案件统一折算为0.5个全额赔偿的案件,经过加权计算,总体赔偿率约为34.44%(见表2)。与海外经验相比,这一数值似乎偏低。英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority,简称FCA)于2015年年底对150份财富管理客户档案的排查发现,59%的销售被认定为有问题。^⑨鉴于我国金融产品销售乱象丛生,问题严重,赔偿率应当有提升空间,以更好保护投资者。

(三)匹配义务案件最多,风险揭示义务赔偿率最高

如前所述,《资管新规》和《证券法》将适当性义务的内容分为四类,包括了解客户、了解产品、客户与产品匹配和风险揭示,因此,表3以此四类义务为对象,研究它们在现实中的运用频率和相应的赔偿率。

第一类是了解客户义务(Know Your Client)。该

表2 案件赔偿情况

	样本总数	全额赔偿	部分赔偿	未赔偿	赔偿率(%)
案件数	45	11	9	25	34.44

表3 违反义务类型

理由	案件数	全额赔偿	部分赔偿	未赔偿	赔偿率(%)
了解客户	13	7	5	1	73.08
了解产品	0	0	0	0	0.00
客户与产品匹配	18	8	8	2	66.67
风险揭示	15	10	4	1	80.00

义务历史悠久并在国际上广为适用,要求金融机构了解其客户对特定金融产品(服务)的投资知识、经验、资金状况以及投资目标。譬如,英国的金融机构在作出个性化推荐或管理其投资时必须获得充分的客户信息,需要了解投资者对特定金融产品的投资知识、经验、资金状况以及投资目标。^⑤表3显示,该义务的案件数量和赔偿率都属于中间位置。

第二类是了解产品义务,也称为审慎调查义务,要求金融机构充分调查与了解金融产品(服务)的特征(尤其是产品或服务的风属性)。表3显示,该类义务的案件数量为零。“只有买错的,没有卖错的”,金融机构通常都了解自己的产品,至少比投资者更了解,因此,了解产品义务在概念上很有道理,但在现实中基本无用。

第三类是客户与产品匹配义务。在充分了解投资者与金融产品(服务)的基础之上,金融机构还须对二者进行匹配,向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应的金融产品。表3显示,该类义务的案件数量最多,但赔偿率最低,部分赔偿的案件比例最高。与其他义务类型相比,该义务需要综合考虑客户情况和产品情况,通常难度更大,不确定性也更高,从而更容易导致纠纷,同时赔偿率更低。该义务是适当性义务的核心,既是重点也是难点。从义务结构上看,了解客户义务和了解产品义务都是匹配义务的基础而已;从实际操作看,金融机构在进行匹配时必然需要一定的主观判断,而且与当时的环境因素密切相关,法院通常缺乏金融行业经验,

且需要避免“事后诸葛亮”的偏见,因此,法院在进行事后审查时应当谨慎适度。

第四类是风险揭示义务。金融机构应当向投资者充分披露产品的风险。通常而言,金融产品越复杂,风险揭示越困难,金融机构违反风险揭示义务的可能性也越高。表3显示,该义务的案件数量排列第二,且赔偿率最高。其主要原因在于,该类义务实际上就是信息披露义务,金融机构比较熟悉,但一旦出现披露问题,由于标准相对客观清晰,法院更容易判断,赔偿率自然也高。

(四)案件多发于银行非保本理财产品和投资顾问业务

表4显示,银行非保本理财产品是违反适当性义务的重灾区,案件数量达到35起,占全体案件的77.78%,而且赔偿率很高。除了银行类理财产品的销售规模不断扩大以外,投资者的认知偏差也是一个重要原因。很多投资者倾向于将银行产品与传统存款的保本付息联系起来,从而产生误解与争议。相较而言,证券等金融产品的风险性质更广为人知,“股市有风险,投资要谨慎”的宣传教育发挥了一定作用,反映在相关案件的数量和最终结果上。

从涉及的金融业务类型看,投资顾问业务的案件数量高达39起,占全体案件的87%,赔偿率为39.74%,而自营产品销售与证券经纪业务的案件总共才6起,且赔偿率都是零。金融机构适当性义务主要是针对销售过程中金融机构向客户附带提供的建议或顾问业务,因此,自营业务和纯粹的经纪业务

表4 涉及的金融产品类型

金融产品	案件数	全额赔偿	部分赔偿	未赔偿	赔偿率(%)
银行非保本理财产品	35	10	9	16	41.43
证券、基金、期货产品	8	1	0	7	12.50
信托计划及其它衍生品	2	0	0	2	0.00

表5 涉及的金融业务类型

金融业务	案件数	全额赔偿	部分赔偿	未赔偿	赔偿率(%)
自营产品销售	2	0	0	2	0.00
投资顾问业务	39	11	9	19	39.74
证券经纪业务	4	0	0	4	0.00

(被动地接受指令并执行)通常不适用适当性义务。

(五)原告多为中小投资者和老年人

表6显示,原告投资者主要是个人投资者,仅1起案件中的原告是机构投资者。在“永元公司”一案中,原告作为一家从事贸易活动的专业机构,主张涉案金融机构未向其充分揭示期货交易风险,疏于审查原告的风险承受能力,甚至违规代替原告填写了期货风险说明书和客户须知。^⑧另外,在自然人投资者中,其投资规模与赔偿率大致呈反比,在投资50万以下和在50到100万之间的案件中,赔偿率大约为40%,而超过100万投资额的案件赔偿率仅为20%。

总体而言,法院在判决中考虑了原告的年龄和投资经验等多种因素。譬如,在各个年龄段的原告投资者中,60岁以上的老年人占比最高,并且在有些案件中,法院明确以投资者是“高龄老人”为由加重了金融机构的责任。^⑨另外,在“任国清”案中,尽管金融机构未充分了解投资者的风险偏好、风险认知能力和承受能力并据此提供合适的金融产品,但法院认定投资者并非初次购买涉案金融产品,具备一定的投资经验,应知晓涉案产品的风险,亦应对该风险具备相应的承担能力,并且在基金价格出现下跌时,未采取合理措施避免损失扩大,故原告投资者也有过错,应当与金融机构共同承担责任。^⑩

四、完善金融机构投资者适当性义务的具体路径

上文的实证数据表明,我国的适当性义务案件在2015年后呈现快速增长趋势,表明适当性义务在规范金融机构销售行为和保护金融消费者权益方面发挥日益重要的角色,而且,近年来适当性义务的规则和理念逐渐为金融机构和投资者熟悉,也更频繁地出现在媒体报道中,特别是2019年的建设银行恩

济支行一案和2020年的中行原油宝事件。另外,在裁判适当性义务时,我国法院综合考虑了很多因素,包括投资者的身份、投资规模、投资目标、投资经验和年龄等,与国际做法大体接轨,值得肯定。但是,我国的适当性义务还存在不少问题,需要进一步完善。

(一)义务履行应避免形式化

前文实证数据显示,法院在裁判适当性义务时,通常会全面考量金融机构的了解客户、了解产品、适当匹配和风险揭示(告知说明)等义务。在这四个义务类型中,前三个义务比较容易操作,已经有一些形式或流程标准,但问题也恰恰在此,即这些义务的履行可能流于形式化。譬如,我国金融机构获取客户信息的主要渠道是标准化的风险评测问卷。标准化的调查问卷简单明了、易于操作,金融机构将填写问卷视为免除责任的安全港,往往积极要求与推动投资者填写。但实践中存在大量问题,包括问卷内容主观性强、填写流程流于形式等。^⑪实际上,即便在发达的金融市场,风险评测问卷也不完全可靠。在英国金融监察专员(Financial Ombudsman)审理的一起案件中,金融机构通过一款名为“Fact Find”的调查文件了解投资者的风险承受水平,而投资者勾选了“适中(Balanced)”一栏,但实际上该投资者当时已经年逾半百,在金融产品到期前可能已经退休,因此,金融机构最终被认定违反适当性义务。^⑫

现实中,导致风险评测问卷失真的原因很多。最常见的原因是投资者未必充分理解问题,存在误读可能。根据香港证监会的调查,有些持牌金融机构简单要求投资者勾选调查问卷,并未阐释与描述各级风险与对应耐受度的具体含义,投资者在未充

表6

原告投资者特征

原告投资者特征	案件数	全额赔偿	部分赔偿	未赔偿	赔偿率(%)
机构投资者	1	0	0	1	0.00
自然人投资者	44	11	9	24	35.23
投资低于50万	21	7	3	11	40.48
投资50至100万	7	2	2	3	42.86
投资逾100万	15	1	4	10	20.00
不明	1	0	0	1	0.00

分理解相关概念的情况下完成了调查问卷。^③另外,投资者操纵问卷结果的情形时有发生,甚至存在金融机构为了销售特定金融产品,暗示或引导投资者虚假填写调查问卷。^④

相对而言,告知说明义务比较难以把握。前文实证数据显示,该义务的案件数量仅次于匹配义务,且赔偿率最高。究其原因,告知说明是金融机构与客户之间的风险揭示,不但需要真实、准确、完整,而且应当简明清晰,通俗易懂。那么,这个“易懂”的标准是什么?在本文的案件样本中,最高院2018年卢春明一案明确指出:“金融机构应当根据产品的风险和投资者的实际状况如既往投资经验、受教育程度等事实,综合一般人能够理解的客观标准和投资者能够理解的主观标准来确定告知说明义务。”^⑤这个表述几乎完整地再现于《九民纪要》征求意见稿的第75条,是司法经验的成文化,虽然正式稿第76条将“一般人”改为了“理性人”,但本质上似乎并无太大差别,都包括了客观与主观的双重标准,与董事注意义务的主客观双重标准有共通之处。

在建设银行恩济支行一案中,王某购买基金前在风险评估问卷中明确表明了其投资态度是保守投资,不希望本金损失,其投资目的是资产稳健增长,且在本金出现10%以内的损失时会出现明显焦虑,然而,建行恩济支行向王某推介了较高风险的基金品种,与王某风险评估问卷的回答及评估结果不符,因此,建行恩济支行违反了适当性义务。然而,根据《九民纪要》第78条,“卖方机构能够举证证明根据金融消费者的既往投资经验、受教育程度等事实,适当性义务的违反并未影响金融消费者作出自主决定的,对其关于应当由金融消费者自负投资风险的抗辩理由,人民法院依法予以支持”。本案中建行恩济支行举证,王某是审判金融案件的法官,且具有相关基金购买经验,但法院认为这并不能证明王某真正了解本案涉诉基金的相关风险并作出自主投资决策,从而建行恩济支行未能进行有效抗辩,最终被判定需要承担全部赔偿责任。

该案引发了很大争议,但笔者赞同法院判决。王某确实具有特殊的投资经验和教育程度,但这并不必然表明他能够真正了解涉案的相关金融产品,

因此,还是需要具体情况具体分析,否则,可能形式化地将所有具备一定投资经验的金融法官都排除在适当性义务的保护之外。《证券期货投资者适当性管理办法》第19条允许逾越销售,但要求“进行特别的书面风险警示”。前文实证数据显示,这种逾越销售的情况还不少见,在本文总共45个案例中就有3个这样的案例。

为了避免义务履行的形式化,本文提出以下建议。首先,投资者的风险评测问卷不能千篇一律,而要根据具体情况进行个性化设计,比如,对于新型产品和复杂产品,要多问投资者对于这类产品的了解。第二,不能简单地让投资者自己填完问卷就认为完成任务,而要进行一定的审查。如果投资者在填写调查问卷时出现明显可疑或不一致的信息,需要提醒投资者并进行确认。比如,上文提到的一个老年投资者选了“适中”的风险承受水平,这不太符合常理,可能是他误解了“适中”的意思甚至是笔误;再如,一个年轻的投资者是刚毕业参加工作,但填写自己有百万年薪,这也不符合常理,因此,金融机构应当进行适当的审查,而不是闭着眼睛照单全收。另外,对于问卷中一些比较主观或不易理解的问题,应当提供相关的解释信息和协助。第三,问卷是了解客户的重要途径而非唯一途径,在有些情况下,金融机构需要与客户在问卷基础之上进一步沟通和对话,尽可能全面地了解客户。最后,义务的履行不只是在销售之时,而且体现在售后服务,在“了解客户”和“了解产品”方面都需要进行持续追踪,在出现重大情况变化时应当及时告知投资者和采取相关措施。比如,如果发现客户出现风险认知或承受方面的重大变化,就需要提醒客户并重新进行风险测评;同样,如果产品风险出现重大变化,也需要及时通知客户。在原油宝事件中,中行和客户签订的产品协议规定“在市场波动时,乙方(即银行)向甲方发出的任何警示信息均视为乙方增值服务而非约定义务”,^⑥试图排除中行在产品销售之后的提醒投资者的义务,此条款应属无效,因为适当性义务包括售后阶段的信息更新和告知义务。

(二)适当性应一并关注“质”和“量”

在本文的案件样本中,尚无违反“了解产品”义

务的案件,但从海外经验看,金融机构违反此义务的可能性和严重性都不容忽视。譬如,在香港,有些金融机构经常急于进行产品调查,而是仅靠产品的市场声誉和历史表现就作出判断,很难充分发现潜在风险;即使进行调查,其范围有时过窄,局限于公开渠道的信息,从而对产品的了解缺乏深度。^⑥实际上,了解产品义务的问题在中行原油宝事件中非常突出。原油宝产品属于场外衍生品,且价格挂钩境外期货交易所合约,涉及很多风险因素,中行却将原油宝产品的风险评级为R3,即中风险;另外,中行对于原油期货可能出现负值从而导致原油宝遭受穿仓损失的产品风险更是认识不足。^⑦随着我国金融市场的不断发展,衍生产品等非传统复杂产品将越来越多,了解产品义务的问题可能也会逐渐显现。

适当匹配义务是在了解客户和产品的基础上将二者进行匹配。现实中,通常会将客户和产品分别进行评级,匹配起来比较直观。需要注意,匹配的适当性有两个维度,即“质”的适当性和“量”的适当性,因此,我们应当从这两个维度去界定适当性义务的边界。一方面,“质”的适当是指金融产品通常在意义上适合相关投资者,包括收益、风险和投资期限等方面的考量。美国FINRA从投资者的总体性和特定性两个层次规定了“质”的适当性。首先,金融机构负有一般性的“合理基础的义务”(Reasonable-basis Obligation),即金融机构应当基于合理的审慎调查、有合理的基础相信其推荐的产品对于一类投资者总体而言是适当的,即至少是适合部分投资者的;其次,金融机构负有针对特定投资者的义务(Customer-specific Obligation),即金融机构具有合理的基础相信其推荐的产品对于特定投资者是适当的。^⑧在中行原油宝事件中,原油宝属于高度复杂的场外衍生品,却面向普通的个人投资者,在“质”的维度上违反了适当性原则。^⑨

另一方面,适当性也需要关注“量”的维度。虽然金融机构向投资者推介的产品符合其风险承受能力与投资目标,但推荐的产品数量可能不适合投资者。美国FINRA明确规定了“量”的适当性,要求金融机构的推介行为不能过量,禁止频繁交易等不当行为;另外,美国对不当劝诱行为作出了界定,不当

劝诱禁止原则禁止金融机构实施扰乱投资者做出理性判断的一切行为,不囿于投资者的个体情况与投资目标。^⑩

根据本文的实证研究,我国尚没有金融产品“量”的不适当案件,但实际上,此类问题在我国金融市场并不鲜见。譬如,根据媒体报道,金融市场中的“即将停售”“产品打折”“限时开放”“限量认购”“附赠礼品”等促销手段非常普遍,大众投资者易产生盲从心理,一时冲动购买过量的金融产品,许多投资者事后均表示后悔,但为时已晚。^⑪与“质”的不适当相比,“量”的不适当更难判断,这可能是现实中我国尚无此类案件的一个重要原因,但其对于投资者的损害不容忽视。

(三)应区分适当性义务与合格投资者制度

在本文的45个案例样本中,只有一个机构投资者原告,而且此案原告败诉,主要原因就是法院认为原告是有期货交易经验的机构投资者。^⑫前文提到,在中行原油宝事件的处理方案中,根据适当性义务原则,超过1000万元以上的客户需要自行承担全部保证金损失。这些做法都反映了将适当性义务与合格投资者制度混同的问题。

实际上,适当性义务与合格投资者制度有重大区别。一方面,二者发挥作用的路径不同。合格投资者制度是从投资者的主体资格方面构建的一项刚性的、静态的市场准入制度,通常适用于某个市场整体,譬如私募市场、新三板市场和最近设立的科创板市场等;而适当性义务的约束对象是金融机构,对其在提供金融服务和产品时施加交易对象、内容和程序等方面的要求,是一套柔性的、动态的行为监管规则,通常适用于投资者个体,具体运用因人而异。另一方面,二者体现的监管策略不同。合格投资者制度属于事前监管,对投资者进行甄别,只让某些符合条件的投资者进入市场,而他们进入市场后就要自行承担投资风险;适当性义务属于事中监管,关注金融机构与消费者的交易过程,金融机构有义务保证其销售产品与投资者的适当匹配,包括机构投资者的匹配。因此,不能将合格投资者制度等同于适当性义务规则,认为只要是合格投资者就自动符合适当性,从而金融机构可以豁免适当性义务。^⑬

从境外经验看,合格投资者并不自动排除适当性义务的适用。美国FINRA规则第2111(b)条明确规定,当客户是合格投资者时,只有同时满足以下两个条件,金融机构才能视为履行了适当性义务:第一,金融机构存在合理基础相信合格投资者有能力独立评估相关的投资风险;第二,合格投资者明确表明其正在独立判断金融机构的产品推荐建议。^⑤ FINRA认为,证券经纪自营商不能仅仅以客户是合格投资者为由而自动满足适当性义务的要求,因为合格投资者的身份并不是适当性义务的充分条件。^⑥ 在香港,合格投资者称为专业投资者(professional investors),分为自然人和机构的专业投资者,传统上,专业投资者也不是自动排除适用适当性义务,而是需要符合一定的标准才排除。^⑦ 在2008年全球金融危机中,香港出现不少“富豪杀手”的金融产品,专业投资者也损失惨重,因此,香港不断加强适当性义务对于专业投资者的适用,特别是自然人专业投资者。2016年3月25日,香港证监会修订《持牌人或注册人操守准则》,规定自然人的专业投资者不再排除适用适当性义务,而机构专业投资者需要符合一个新的标准才能够排除,与旧标准相比,新标准更难被金融机构规避,从而机构专业投资者将更多地获得适当性义务的保护。^⑧ 另外,香港证监会在2019年7月6日发布新规,如果网上平台销售的金融产品属于“复杂产品”,那么,即使是“纯粹执行”业务("execution-only" services),适当性义务也适用,而这规定不但涵盖散户,也涵盖自然人专业投资者。^⑨

需要注意,虽然适当性义务也适用于合格投资者,但在义务标准和举证责任等方面需要与普通投资者进行区别对待。根据前述《证券法》第88条之规定,在履行了解客户义务时,证券公司需要辨别合格投资者与普通投资者,从而提供相匹配的证券和服务。《证券法》第89条进一步明确规定了普通投资者与合格投资者在举证责任方面的区别,“普通投资者与证券公司发生纠纷的,证券公司应当证明其行为符合法律、行政法规以及国务院证券监督管理机构的规定,不存在误导、欺诈等情形。证券公司不能证明的,应当承担相应的赔偿责任。”可见,在原告是普通投资者时,适当性义务违反的举证责任转移到了

证券公司。^⑩

(四)以合同责任为主,但发行人的连带责任有正当性

本文实证研究发现,法院在判决民事赔偿责任的法律依据方面分歧很大,包括合同法、侵权责任法,以及特别的监管规定等,因此,为了保证裁判尺度的统一,需要对责任性质和范围进行明确。学者对此问题也一直争议很大,特别是合同责任与侵权责任之辩。^⑪《九民纪要》在这方面进行了努力,但仍有模糊之处。纪要第73条规定以合同法等作为适当性义务违反责任的主要法律依据,似乎是指向先合同义务,即在订立合同过程中,合同生效之前所发生的,应由合同双方当事人各自承担的法律义务;违反先合同义务的民事责任为缔约过失责任,即缔约人因故意或过失违反先合同义务,造成缔约相对人损害所应承担的法律责任。然而,《九民纪要》在对于责任主体和损失赔偿数额等问题的处理上又体现出侵权责任的色彩。^⑫

《九民纪要》第74条规定,金融产品发行人、销售者未尽适当性义务,导致金融消费者在购买金融产品过程中遭受损失的,金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任,也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任,还可以请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任。这种连带责任是否对于金融产品发行人过苛?从逻辑上讲,适当性义务的违反责任来源于销售者在销售产品过程中发生的问题,而非产品本身的问题,在代理销售的情况下,发行人通常也没有参与销售过程,让金融产品发行人承担连带责任应当是借鉴了传统的产品质量侵权责任规定。但是,与普通的商品不同,金融产品只要是合法发行的(无论注册制下的信息披露抑或核准制下的批准),就不存在所谓的质量问题,发行人也不应承担由产品销售方式不当而引发的责任。鉴于金融产品与普通产品的区别,《九民纪要》第77条规定金融消费者不能根据《消费者权益保护法》第55条要求卖方机构承担惩罚性赔偿责任。

然而,从效果上看,让发行人承担连带责任有利于消费者获得赔偿,而且,能够促使发行人去选择和监督销售者,并可以通过合同约定分配责任,以实

现风险控制。《资管新规》就明确指出,“金融机构应当建立资产管理产品的销售授权管理体系,明确代理销售机构的准入标准和程序,明确界定双方的权利与义务,明确相关风险的承担责任和转移方式。”根据法经济学原则,风险应当分配给那些承担成本最低的人,显然,与金融消费者相比,金融产品发行人更适合去承担和控制销售者违反适当性义务的风险。

(五)完善责任减免事由,但不能以合同排除义务

在本文收集的3个案例样本中,^⑤金融机构以投资者自主决定为由而减免了赔偿责任。《九民纪要》显然吸收了这一司法经验,第78条对此予以确认。从境外经验看,还有其他一些责任减免情形,可资借鉴。譬如,金融机构在提供非“个体性建议”(Personal Advice)时,不需承担适当性义务。通常而言,金融机构向社会大众提供一般性的推介与建议时不存在匹配问题,只有当其向特定消费者提供个体性建议时才能了解客户而适用适当性义务。譬如,英国法院明确区分了提供投资信息(Information)与投资建议(Advice)两种情形,前者适用虚假陈述责任,而后者则适用适当性义务。^⑥另外,金融机构承担适当性义务应当以其知悉为前提。英国金融监察专员(Financial Ombudsman)认定不当销售的基础是金融机构在推荐金融产品时知道或应当知道的信息。^⑦

进一步的问题是,除了上述特定的责任减免事由,当事人能否通过合同排除适当性义务?《九民纪要》对此没有明确规定,境外经验也在不断变化。2017年6月8日,香港证监会发布规定,金融机构必须在销售或服务合同中加入法定的适当性义务条款,不得通过合同条款排除适当性义务的适用。^⑧另外,金融机构不得在合同中约定投资者对于金融服务“不存在信赖”从而避免民事责任。^⑨上述规定发布的背景是,现实中有金融机构通过合同排除适用适当性义务,或让投资者声明其在决策时并没有依赖金融机构的建议,从而导致投资者败诉。比如,在DBS Bank (Hong Kong) Ltd V. Sit Pan Jit^⑩一案中,投资者认为合同条款是格式条款,而投资者与金融机构的谈判力量不对等,故这种格式条款应当无效,但法院最终驳回该诉求,根据合同的禁反言原则判决

投资者败诉。

香港的上述做法值得借鉴。在中行原油宝事件中,中行和客户签订的产品协议有以下条款,“在市场波动时,乙方(即银行)向甲方发出的任何警示信息均视为乙方增值服务而非约定义务”^⑪,试图排除中行在市场发生波动时提醒投资者的义务。这种义务是适当性义务的应有之义,而适当性义务是法定义务,不能通过合同予以排除。^⑫

(六)应以功能监管为方向统一监管

前文实证研究发现,适当性义务案件涉及多个金融行业,包括证券、期货、银行和信托等,而且,银行的理财业务是重灾区。21世纪以来,我国金融市场发展迅猛,混业经营趋势日益明显,出现了很多跨行业、跨市场的金融机构、业务和产品,改变了金融系统内部的风险性质和风险组合,给我国传统的机构型分业监管模式带来了各种挑战。近年来,我国的金融监管体制进行了重大改革,从原来的“一行三会”变成“一委一行两会”,但仍然保留了以行业为划分基础的分业监管体制。^⑬在我国目前以机构类型为基础的分业监管模式下,每个行业都有各自不同的适当性义务规则,从而产生了监管标准不一致和监管套利等问题。

以中行原油宝为例,由于涉及银行机构,故监管权属于银保监会。中行原油宝是中行经过监管部门批准而开展的衍生品业务,具体法律依据是《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》。该办法第5条规定,所称客户是指除金融机构以外的个人客户和机构客户,因此,个人投资者可以参与银行业金融机构衍生产品交易业务。然而,中行原油宝是基于芝加哥商品交易所的WTI原油期货,但后者的规格是每张合约1000桶原油,主要参与对象是机构投资者,而原油宝将客户最低交易起点定为1桶,通过拆细标准期货合约,让普通的个人投资者也可以参与。这就违反了证监会的相关规定,即证券期货机构不能与个人投资者开展场外衍生品交易。^⑭另外,根据《期货交易管理条例》第42条第2款规定,“境内单位或者个人从事境外期货交易的办法,由国务院期货监督管理机构会同国务院商务主管部门、国有资产监督管理机构、银行业监督管理机构、外汇管理

部门等有关部门制订,报国务院批准后施行”。现实中,作为国务院期货监督管理机构的证监会从未批准过此类业务。^⑬

随着我国金融市场的进一步发展和创新,金融衍生品的种类和规模都会日益增长,投资者适当性的问题将日益凸显。与普通的证券产品相比,衍生品通常更为复杂,风险也更为多元,因此,《九民纪要》第72条明确将场外衍生品界定为“高风险等级金融产品”。然而,如上所述,在我国的机构型分业监管模式下,目前对场外衍生品的监管根据交易商的机构属性进行行业分割,而不同行业监管部门制定了不同的监管标准,包括适当性义务标准。因此,根据目前我国国情,应当以功能监管为方向继续逐步改革金融监管体系,不再以衍生品交易商的机构类型为基础划分监管职责,而以衍生品的金融功能为基础统一场外衍生品的监管规则。具体而言,可以借鉴香港证监会与金管局的合作安排,统一的监管规则由一行两会联合颁布,交易商的业务资格由证监会统一核准,而后续的日常监管由两会分别负责,以发挥专业性优势,即银保监会监管银行类交易商,证监会监管证券、期货类交易商,但两会在日常监管中要保持沟通。

五、结论

自21世纪初以来,我国逐步建立起了投资者适当性义务制度,但仍有诸多不足,最近发生的中行原油宝事件更是凸显了适当性义务问题。本文通过对相关案例的实证研究揭示该制度的现实运行情况,并与国际经验进行比较,对我国的适当性义务制度进行了评估,提出了完善建议。

实证研究主要有以下发现:第一,《资管新规》生效前的相关案例有45件,总体数量不多,但近年增长趋势明显;第二,总体赔偿率为34.44%,与海外经验相比,这一数值偏低;第三,在适当性义务的四个类型中,即了解客户、了解产品、客户与产品匹配和揭示风险,涉及匹配义务的案件数量最多,但赔偿率最低,而涉及风险揭示义务的案件赔偿率最高;第四,银行非保本理财产品和投资顾问业务的案件数量占比很高,而自营业务与经纪业务的案件很少,且赔偿率都是零;第六,除了一个案件外,原告都是个

人投资者,且老年人居多。

根据上述实证发现,并借鉴国际经验和结合我国国情,本文提出以下完善建议:第一,适当性义务的履行应当避免形式化;第二,应当一并关注适当性义务“质”和“量”这两个维度;第三,适当性义务与合格投资者制度有重大区别,应正确认识并处理二者关系;第四,违反适当性义务的民事责任性质以合同为主,侵权为辅,发行人承担连带责任有其正当性;第五,应完善责任减免事由,但当事人不能通过合同排除适当性义务;第六,在我国目前的分业监管大背景下,应以功能监管为方向统一适当性义务标准。

注释:

① Basel Committee on Banking Supervision, Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services 4, 2008, <http://www.iasplus.com/en/binary/crunch/0804jointforum-retail.pdf>, 2020年12月25日最后访问。

② 参见《资管新规》第6条;《九民纪要》第72-78条。

③ 参见《证券法》第88条。

④ 参见北京市高级人民法院(2019)京民申3178号民事裁定书。

⑤ 笔者参与了中国财富管理50人论坛对于中行原油宝事件的一个课题研究,课题成员包括金融监管和行业高管等背景人士,并最终形成长达37页的课题报告——《有序发展场外衍生品市场,丰富多层次金融市场——由中行原油宝案例引发的思考》(2020年5月15日)。由于种种原因,该报告全文版一直没有公开发布,只是以简报形式发布了几个主要研究结论,明确提到适当性义务问题。参见中国财富管理50人论坛:《“原油宝”产品推介宣传违规误导投资者暴露行业风险管理欠缺》, <http://finance.sina.com.cn/wm/2020-06-03/doc-iiircuyvi6418993.shtml>, 2020年12月25日最后访问。

⑥ 参见《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第37条。

⑦ 参见《金融消费者权益保护实施办法》第11条、《证券投资基金法》第99条、《证券公司监督管理条例》第29条、《中国银监会关于规范商业银行代理销售业务的通知》第1条、《私募投资基金募集行为管理办法》第6条等。

⑧ 参见《资管新规》第6条第1款。

⑨ 参见《资管新规》第6条第2款。

⑩ W. H. Hamilton, The Ancient Maxim Caveat Emptor,

Yale Law Journal, Vol.40, 1931, pp.1133-1164.

⑪参见黄辉:《中国金融监管体制改革的逻辑与路径:国际经验与本土选择》,载《法学家》2019年第3期。

⑫参见徐明、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期。

⑬Stephen B. Cohen, The Suitability Rule and Economic Theory, Yale Law Journal, Vol.80, 1971, pp.1614-1617.

⑭参见陈洁:《投资者到金融消费者的角色嬗变》,载《法学研究》2011年第5期。

⑮Ronald J. Colombo, Merit Regulation via the Suitability Rules, Journal of International Business and Law, Vol.12, No.1, 2013, pp.54-55.

⑯有学者统计,自2007年10月证监会发布《证券投资基金销售适用性指导意见》至2014年年底,虽然只有短短7年,但有关适当性义务规范和自律规则高达49项。参见翟艳:《我国投资者适当性义务法制化研究》,载《政治与法律》2015年第9期。

⑰比如,《九民纪要》第72条的标题是“适当性义务”,但《资管新规》《证券期货投资者适当性管理办法》和《商业银行理财业务监督管理办法》等金融监管机关出台的规则都采用“投资者适当性管理”的提法。有学者认为投资者适当性不是金融机构对投资者的管理制度,而是平等商事主体间的私法义务。参见张付标、刘鹏:《投资者适当性的法律定位及其比较法分析》,载《证券市场导报》2014年5月号。也有学者主张投资者适当性的私法社会化,因此投资者与经营机构存在管理的关系。参见李东方、冯睿:《投资者适当性管理制度的经济和法律分析》,载《财经法学》2018年第4期。

⑱比如,《九民纪要》第76条单独规定了告知说明义务,而《资管新规》第6条和《证券法》第88条是综合规定。另外,在表述方面,除了告知说明义务和风险揭示义务,学界还有很多其他用词,包括“说明义务”“信息提供义务”等。参见杨东、王伟:《我国金融产品销售法律规制研究——以说明义务和适合性原则为中心》,载《经济法论丛》2014年第1期。

⑲Allen, Matthew P., A Lesson from History, Roosevelt to Obama—The Evolution of Broker-Dealer Regulation: From Self-Regulation, Arbitration, and Suitability to Federal Regulation, Litigation, and Fiduciary Duty, Entrepreneurial Business Law Journal, Vol.5, No.1, 2010, p.1; 武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》2010年第2期。

⑳比如,《私募投资基金募集行为管理办法》附件四对于

私募基金的销售采用了“信义义务”的措辞。

㉑适当性义务传统上适用于证券经纪自营商(broker-dealer),由于美国证券经纪自营商的业务日益扩展到投资建议领域,因此近年来美国证监会一直在推动证券经纪自营商遵循与投资顾问类似的义务标准,即《1940年投资顾问法》规定的信义义务。

㉒参见邢国强:《新三板市场的合格投资者制度及相关制度改革》,载《环球法律评论》2018年第6期。

㉓刘学华:《我国投资者适当性管理制度构建浅析》,载《中国证券期货》2011年第9期。

㉔吴红毓然:《哪些投资者有望拿回20%的保证金? 高层定调原油宝责任分担原则》,载《财新》2020年5月5日。

㉕出于此研究目的,本文主要关注《资管新规》生效之前的相关司法经验。在《资管新规》发布之后,加上《九民纪要》和新《证券法》,我国的适当性义务制度进入一个新的发展阶段,因此,在统计分析上,不宜将此后案件与此前案件混在一起。一个将来的研究机会是对于这两个不同阶段的案件进行对比研究,以评估相关改革的成效。

㉖Norton Rose, Banking and Finance Disputes Review 3, <http://www.nortonrosefulbright.com/files/banking-and-finance-disputes-review-158420.pdf>, 2020年12月25日最后访问。

㉗FINRA通常翻译为“美国金融业管理局”,但实际上并非金融监管的政府机关,而是非营利性的行业自律组织。

㉘Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), Dispute Resolution Statistics, <http://www.finra.org/arbitration-and-mediation/dispute-resolution-statistics>, 2020年12月25日最后访问。

㉙这是2018年全年的案件数量,该年在4月27日之前的案件数量是3个。

㉚黄辉:《资产管理的法理基础与运行模式:美国经验及对中国的启示》,载《环球法律评论》2019年第5期。

㉛对渣打银行资产管理部门资深业务经理的访谈,2018年4月13日,北京。

㉜参见巴曙松、杨惊等:《2017年中国资产管理行业发展报告》,浙江人民出版社2017年版,第216页。

㉝参见张付标、李玫:《论证券投资者适当性的法律性质》,载《法学》2013年第10期。

㉞参见山东省青岛市中级人民法院(2016)鲁02民终2169号民事判决书。

㉟参见安徽省安庆市中级人民法院(2018)皖08民终390号民事判决书。

③⑥参见江苏省南京市中级人民法院(2017)苏01民终8972号民事判决书。

③⑦Financial Conduct Authority (FCA), Wealth Management Firms and Private Banks, Suitability of Investment Portfolios 7, December 2015, <http://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr15-12.pdf>, 2020年12月25日最后访问。

③⑧同上。

③⑨参见最高人民法院第三巡回法庭(2017)最高法民申2763号民事裁定书。

④⑩参见江苏省南京市中级人民法院(2017)苏01民终8972号民事判决书。

④⑪参见黑龙江省大庆市中级人民法院(2017)黑06民终330号民事判决书。

④⑫刘筱筱:《机构风险测评差异巨大,不同问卷不同结果成常态》,载《证券时报》2017年6月26日, http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/epaper/index/content_1000583.htm, 2020年12月25日最后访问。关于风险测评问卷名不副实的问题,参见李含:《“京东白拿”存风险,客户风险评估问卷形同虚设》,载《法治周末》2016年11月16日。

④⑬Financial Ombudsman Service, Ombudsman News, Issue 44, March 2005, http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/ombudsman-news/44/44_risk.htm#cs14, 2020年12月25日最后访问。

④⑭SFC, Report on the Thematic Inspection of Selling Practices of Licensed Corporations 8, October 2012, <http://docplager.net/19542371-Report-on-the-thematic-inspection-of-selling-practices-of-licensed-corporations-october-2012.html>, 2020年12月25日最后访问。

④⑮SFC, Mystery Shopping Programme Findings paragraph 18, December 2014, [http://www.sfc.hk/web/EN/files/IS/publications/Mystery_Shopping_Programme_Findings_2014_\(EN\).pdf](http://www.sfc.hk/web/EN/files/IS/publications/Mystery_Shopping_Programme_Findings_2014_(EN).pdf), 2020年12月25日最后访问。

④⑯参见最高人民法院(2018)最高法民申5679号民事裁定书。

④⑰参见《中国银行股份有限公司金融市场个人产品协议》第二条(声明与保证)第2款第(8)项。

④⑱SFC, Report on the Thematic Inspection of Selling Practices of Licensed Corporations 10, October 2012, <http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/Reports/Thematic%20Inspection%20Report%20Oct202012.pdf>, 2020年12月25日最后访问。

④⑲中国财富管理50人论坛课题组:《有序发展场外衍生品市场,丰富多层次金融市场——由中行原油宝案例引发的思考》(2020年5月15日)。

⑤⑩参见FINRA Rule 2111(5)(a) & (b)。

⑤⑪同前注④⑲,中国财富管理50人论坛课题组文。

⑤⑫FINRA Rule 2111(5)(c)。

⑤⑬曲哲涵:《购买“开门红”小心这些“坑”》,载《人民日报》2018年01月08日第02版。

⑤⑭参见最高人民法院第三巡回法庭(2017)最高法民申2763号民事裁定书。

⑤⑮现实中,有些金融机构通过资本数量和投资经验等标准设定市场准入门槛,以满足适当性义务,这种做法实际上是以合格投资者制度替代适当性义务,应当坚决制止,否则可能导致“小投资者歧视”和“部分投资者丧失了公平的投资机会”。参见曾洋:《投资者适当性制度:解读、比较与评析》,载《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2012年第2期。

⑤⑯参见FINRA Rule 4512(c)。

⑤⑰Clifford E. Kirsch, Broker-Dealer Regulation § 11: 1.1 (2nd Ed.2012)。

⑤⑱个人的专业投资者是其金融投资账户的金额至少达到800万港币。See Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Cap.571D)。

⑤⑲Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission。

⑥⑩《网上分销及投资咨询平台指引》。

⑥⑪《九民纪要》第75条也规定了适当性义务违反的举证责任倒置,但由于《九民纪要》的适当性义务体系没有明确区分普通投资者和合格投资者,因此,该举证责任倒置是否也适用于合格投资者,并不完全清楚。

⑥⑫参见陈洁:《证券公司违反投资者适当性原则的民事责任》,载《证券市场导报》2012年第2期;胡伟:《投资者适当性制度民事责任探析》,载《广西社会科学》2013年第2期;王锐:《金融机构的适当性义务研究》,法律出版社2017年版,第275页;章辉:《资本市场投资者适当性制度研究》,法律出版社2016年版,第136页。

⑥⑬《九民纪要》第77条规定,卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的,应当赔偿金融消费者所受的实际损失。实际损失为损失的本金和利息。这个损失赔偿数额的计算与缔约过失责任有重大差异。在缔约过失责任下,因缔约人的过失导致合同不能成立,或成立但可撤销或无效,因此,

赔偿范围为“由此产生的费用和对相对人造成的实际损失”，大多为信赖利益的损失，通常包括直接损失（比如缔约费用、准备履约所支付的费用等）和间接损失（比如丧失与第三人另订合同的机会所产生的损失等）。参见崔建远：《合同法总论（上卷）》（第2版），中国人民大学出版社2011年版，第447页以下。

⑥参见江苏省南京市中级人民法院（2017）苏01民终8972号民事判决书。

⑦London Executive Aviation Ltd v Royal Bank of Scotland Plc [2018] EWHC 74(Ch), paragraphs 163–165.

⑧Financial Ombudsman Service, Assessing the Suitability of Investments, http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/technical_notes/assessing-suitability-of-investment.htm, 2020年12月25日最后访问。

⑨Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered

with the Securities and Futures Commission, para 6.2(i).

⑩Ibid, para 6.5.

⑪[2015] HKEC 548; upheld on appeal by the Court of Final Appeal [2017] HKCFA 13.

⑫《中国银行股份有限公司金融市场个人产品协议》第二条（声明与保证）第2款第（8）项。

⑬同前注⑨，中国财富管理50人论坛课题组文。

⑭同前注⑪，黄辉文。

⑮比如，证监会2018年发布《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，禁止个人投资者参与证券公司的场外期权业务；中国期货业协会2018年发布《关于加强风险管理公司场外衍生品业务适当性管理的通知》，明确要求期货公司设立的风险管理子公司“不得与自然人客户开展场外衍生品业务交易业务”。

⑯同前注⑨，中国财富管理50人论坛课题组文。

Investor Suitability Obligations of Financial Institutions: Empirical Research and Suggestions for Improvement

Huang Hui

Abstract: Investor suitability duty of financial institutions requires financial institutions to sell suitable products to investors, which is based on the balance of the two principles of Caveat Emptor and Seller Due Diligence. China has gradually established the system of investor suitability duty, but still suffers from many problems. There are several important empirical findings: although there are not many cases, a clear increase in the number of cases can be discerned in recent years; the overall compensation rate is lower than overseas jurisdictions; asset management products offered by the banks have a high incidence of violations; almost all plaintiff investors are individual investors, and are mostly aged persons. A formality approach should be avoided in performing the suitability duty; attention should be paid to the two dimensions of quality and quantity; the suitability duty needs to be distinguished from the institution of qualified investors; civil liability for breaching the suitability duty should mainly be contractual, and it is reasonable for the issuer to bear joint and several liability; liability-mitigating circumstances should be clearly set out, but the duty cannot be contractually precluded altogether; a functional regulatory principle should be adopted to unify the various standards for the suitability duty.

Key words: Investor Suitability Duty; Qualified Investors; Caveat Emptor; Seller Due Diligence; Financial Regulation