

论金融机构适当性义务的理论基础与规则完善

任自力, 刘佳

(北京航空航天大学法学院, 北京, 100191)

摘要: 对金融机构课以适当性义务的目的, 是要求金融机构在了解产品、客户的基础上, 向适当的投资者推介、销售适当的金融产品, 以便投资者能够在充分了解金融产品性质及风险的基础上作出自主决定。我国金融机构适当性义务规则体系存在的主要问题是理论基础不清、基本规则缺乏集中统一规定。通过实证研究发现, 金融机构责任减免规则匮乏, 导致实践中准确判定金融机构责任存在困难。在我国, 建构金融机构适当性义务规则应以诚实信用原则作为理论基础, 统一规定金融消费者与投资者的区分规则、投资者分类规则及产品评级责任规则等, 并明确金融机构责任减免规则。

关键词: 金融机构适当性义务; 金融规则体系; 金融产品; 投资; 卖者尽责

中图分类号: D912.28

文献标识码: A

开放科学(资源服务)标识码(OSID)

文章编号: 1672-3104(2021)05-0041-12



适当性义务(suitability duty)是舶来语, 本意是要求金融机构将适当的产品向适当的客户推介、销售。适当性义务发轫于美国证券市场, 起初仅对证券经纪商(broker)适用。之后, 适当性义务逐渐从自律规则向监管要求转化, 其适用范围也不再局限于证券业, 而逐渐向银行、保险、信托等金融行业扩展。适当性义务引入我国金融市场的时间并不长, 最早明确规定适当性义务的规范性文件为原中国银行业监督管理委员会(现已撤销)2005年发布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》(以下简称《个人理财办法》)。在此之后, 有关金融机构适当性义务的多个规范性文件相继颁布。整体看来, 我国金融机构适当性义务规则体系存在理论基础不清、基本规则缺乏集中统一规定、核心规则缺失等问题。从司法实践角度观察, 《全国法院民商事审判工作会议纪要》(2019年11月14日, 以下简称《会议纪要》)的发布, 对统一司法裁判起到了积极作用, 但因前已述及的问题, 实践中仍存在不同法院针对类似问题观点不统一的情况。需明确的是, 因金融

机构适当性义务由具有法律效力的规范性文件规定, 故对该义务的违反将引起法律上的责任。因此, 在下文分析中, 金融机构责任指因其违反适当性义务而应承担的法律责任。

金融业具有专业性强、复杂性高的特征, 选择适当的金融产品, 对购买者而言是一种巨大的挑战与考验。金融市场中, 由于信息披露不彻底, 投资者与金融机构信息不对称, 投资者能够获取的有关金融产品的信息十分有限, 加之投资者缺乏专业的投资知识和经验, 很难依据其掌握的有限信息作出准确的投资判断, 导致其在交易中处于弱势、被动地位, 这使得投资者会更多地依赖金融机构。但资本市场天然存在的“趋利性”易使金融机构为了实现自身利益最大化而向投资者作出不适当的推荐。适当性义务则要求具有优势地位的金融机构承担更多的注意义务和责任, 以平衡交易双方的利益, 实现交易的实质公平。因此, 明确金融机构适当性义务之理论基础, 并在此基础上建构相应的规则, 对维护投资者权益、促进金融市场稳定有序发展十分重要。

收稿日期: 2021-05-27; 修回日期: 2021-07-05

基金项目: 中央高校基本科研业务费2021年度专项资金资助项目“金融消费者保护法律制度比较研究”(KG16098501)

作者简介: 任自力, 河南上蔡人, 法学博士, 北京航空航天大学法学院教授、博士生导师, 主要研究方向: 民商法学; 刘佳, 北京市人, 北京航空航天大学法学院博士研究生, 主要研究方向: 民商法学

一、金融机构适当性义务理论基础的域外考察与本土化思考

对金融机构课以适当性义务的理论基础是什么,是我国建构适当性义务规则首先需要回答的问题。只有在理论基础明确的情况下,适当性义务之制度价值才能彰显,适当性义务规则之建构方能妥当。在国内,不少研究者将代理理论、信义义务理论、招牌理论等视为金融机构适当性义务之理论基础。我们认为,这些理论均肇始并发展于美国证券市场,且依托于美国金融监管及司法实践,径直将其作为我国金融机构适当性义务之理论基础并不妥当。因此,有必要先对美国金融机构适当性义务之理论基础加以考察,以期对我国金融机构适当性义务理论基础的确立有所借鉴。

(一) 美国金融机构适当性义务的理论基础

为了强调“卖者尽责”,美国证券交易委员会(SEC)在一系列行政决定和裁决中,逐渐明确了投资者适当性制度的理论基础,包括代理理论、信义义务理论和招牌理论^[1]。

1. 代理理论(the Agency Theory)

“委托-代理”关系是一种显明或隐含的契约。契约关系中,一个或多个行为主体指定或雇佣另一个或一些行为主体为其提供特定的服务,且前者授予后者一定的决定权,并依据服务情况支付报酬。授权者为委托人,被授权者为代理人^[2]。在证券经纪业务中,投资者与证券经纪商之间的法律关系是代理关系,这是SEC最早使用的、对投资者与证券经纪商之间适当性义务进行分析的工具,并在此基础上形成了代理理论。正如Loss教授所言,SEC用于规范证券经纪商对投资者的责任的大部分规则源于代理法(Good Old-Fashioned Agency Law)^[3]。代理理论的实质是一种相互信任的关系,一方明示或默示地同意,在该方明确授权的范围内,另一方以授权之人的名义实施或将实施某种行为,而被授权一方也同意实施或将实施该行为。

代理关系中的代理人义务涵盖了适当性义

务的内容,因此,代理理论就为适当性义务提供了合理的解释。在证券经纪业务中,代理人应当奉行公平交易之基本原则,依据其自身掌握的专业技能、知识、信息和对投资者进行的调查,去选择适当的产品。在这一过程中,代理人受到适当性义务的约束,具体包括:一是忠于代理事务,依授权行事;二是如实披露信息;三是当投资者与产品不匹配时应予警示告知;四是确保其所实施的推荐行为具有适当的基础。

代理理论强调,代理人对委托人应有所了解,作为代理人的一方在执行委托人指令之时,如其依据自身判断认为产品不适合委托人,则对委托人负有警示告知义务。但是,代理理论并不特别强调代理人必须对产品有所认知,故了解产品的义务及投资损失的风险,最终由投资者承担^[4]。

2. 信义义务理论(Fiduciary Duty Theory)

信义义务理论源于美国法院对衡平法的适用,该义务对受托人注意义务的要求超越了普通法中一般注意义务的标准^[5]。信义义务,具体是指受益人对受托人要有充分的信任和依赖,使受托人能本着忠诚的态度为受益人之最大利益行事。此外,受托人还应公平地对待受益人^[6]。可见,信义义务产生之基础,是受益人对受托人的信任和依赖^[7]。基于这种信任和依赖,受托人负有两个义务:一是对受益人的忠实义务,受托人不得将自己置于与受益人发生利益冲突之立场,亦不能将自身利益凌驾于受益人利益之上;二是对受益人的注意义务,受托人在提供服务过程中应尽合理的注意。注意义务的具体范围与确切标准,则视特定关系、服务内容等确定^[8]。

信义义务是衡平法中信托(trust)制度的一个创新。其本质是要求受托人承担一定的义务,以限制其实质上的优势地位,减少受托人对委托人、受益人基于其优势地位的控制程度。信义义务之功能体现在对受信任的一方之行为进行规制,以实现保护委托人、受益人权益之目的。相应地,对金融机构课以适当性义务的意义正在于通过加重金融机构的具体义务,进而对金融机构在具体交易中获得的“权力”加以约束。诚然,

在私法领域并不存在“权力”(power)的概念。但是,因金融机构在具体交易中的优势地位,使得“权力”一词获得了一种新的涵义,即金融机构对投资者的控制。简言之,以为他人之最大利益行事为核心的信义义务,成为适当性义务理论依据的来源^[9]。

信义义务理论弥补了委托代理理论在适用于证券经纪自营商(broker-dealer)方面的不足。但是,此理论亦存在不足,当投资者对证券经纪自营商产生信任和依赖,进而进行投资决策时,其遭受损害的可能性也被放大,因为证券经纪自营商存在滥用其信任和依赖的道德风险。

3. 招牌理论(the “Shingle” Theory)

招牌理论产生于 SEC 的行政程序,后被法院裁判所确认(Hughes v. SEC, 174 F.2d 969, 975)。该理论认为当证券经纪自营商挂出招牌(hanging out its shingle),就意味着该证券经纪自营商作出了将与投资者进行公平、公正交易的承诺。假设没有该理论,SEC 将无法对证券经纪商和证券经纪自营商的销售行为进行监管。SEC 的解释是,作为公平交易的组成部分,所有的证券经纪商和证券经纪自营商都应当考虑投资者的财务需求、投资目标和境况,并有适当的基础确信其对投资者的推荐是适当的。证券经纪商、证券经纪自营商挂出招牌的同时,即被课以投资者适当性义务。

在“Charles Hughes & Co. Inc. v. SEC” (139 F.2d 434)案中,证券交易自营商对不同投资者适用不同的价格销售证券,价格虚增 16%~40%不等。法院同意 SEC 在诉讼过程中提出的观点,即证券经纪自营商有义务向所有的客户披露真实的证券价格。法院认为,证券经纪自营商是运用专业知识向投资者提供服务的金融机构,其不应利用投资者对证券价格的无知获利。法律提供救济的目的在于保护那些不了解市场情况的投资者免受唯利是图的、具有专业知识和能力的金融机构的伤害。

招牌理论根植于监管实践,从对证券经纪商、证券经纪自营商的销售行为进行监管的角度,对适当性义务进行理论上的阐释。但招牌理

论的问题亦在于其监管视角,即招牌理论是从对金融机构行为监管的角度解读适当性义务,并未将金融交易双方作为一个整体加以探究。

(二) 适当性义务理论基础的本土化

以上三种理论皆由 SEC 提出或认可,存在逻辑上的递进关系,且在以普通法、衡平法为基础的美国具有深厚的实践基础。英美法系国家多以信义义务理论作为投资者适当性义务的理论基础,大陆法系国家则多以诚实信用原则作为投资者适当性义务的理论基础。我国作为大陆法系国家,法律制度中并无“信义义务”概念,而诚实信用原则是民事交易的基本原则,故以诚实信用原则作为我国金融机构适当性义务的理论基础更符合我国国情。另外,从域外经验观察,基于不同的法律体系和金融市场监管模式,投资者适当性义务之理论基础在各个国家也不尽相同^[10]。

诚实信用(good faith)是一项重要的私法原则,有学者称之为“君临全法域之基本原则”^[11]。诚实信用理念在罗马法上,起初源于一般“恶意抗辩”诉权,而“恶意抗辩”与诚实信用原则是相伴而生的,具有相同价值^[12]。诚实信用原则之适用最初仅限于债法领域,后来其适用范围不断扩大,并最终扩展至一切权利的行使和义务的履行,成为民法规范体系之基本原则。该原则要求参与经济活动的当事人,在行使权利、履行义务之时,遵循诚实信用的道德准则。诚实信用原则并不排斥参与民事关系中的当事人追求自身利益,但强调这一追求需在不损害他人利益和社会公共利益的前提下进行^[13]。诚实信用原则可以从主观和客观两个层面加以理解。在主观层面,该原则要求双方具有善意,即不采取任何方式侵害对方的权利,不滥用自身支配地位谋取非法利益。在客观层面,该原则要求双方应尽到通常的谨慎和勤勉义务。申言之,诚实信用原则要求投资者如实向金融机构提供信息,金融机构也应如实披露金融产品的相关信息,当发现与投资者不适合的情况时应及时告知。不仅如此,由于交易双方地位不平等,诚信原则还要求金融机构不得滥用其优势地位实施欺诈行为、不适当地劝诱投资者购买金融产品,而应忠诚地为投资者

的最大利益行事。

此外,将诚实信用原则作为金融机构适当性义务之理论基础,在我国现行法律框架下已有依据。如《证券法》第四条规定,在证券发行、交易活动中,当事人应遵循诚实信用原则;《商业银行法》第五条规定,商业银行与客户往来应遵循诚实信用原则;《保险法》第五条规定,保险活动应遵循诚实信用原则;《证券投资基金法》第四条规定,证券投资基金活动应遵循诚实信用原则等。

日常经济活动中的商品交换、经济交往通常遵循等价有偿原则,且支付的对价与获取的商品、服务基本对等,交易双方自交易中均可获利。但是在金融市场中却并非如此。投资者进行投资需遵循“风险自担”原则,金融机构按照一定的程序履行了义务,即使投资者投资受损,金融机构亦可主张免责。因此,诚实信用原则除要求金融机构诚实守信外,在信息披露义务层面,还要求金融机构遵守“知情同意”规则^[14]。

知情同意(informed consent)是20世纪中叶发展起来的理论,最早适用于医疗侵权领域。知情同意,本意是指在被告知相关情况的前提下,一方作出同意的意思表示。布莱克法律词典对informed consent的解释是,医生在对患者进行手术等医疗行为中,对患者详细说明要进行的医疗处置方案、风险和将要采取的措施,并获得患者同意。知情同意规则产生之根本,是为了解决专业领域中的信息不对称问题。正是因为投资者和患者出于对相关领域的无知,而对金融机构和医生产生信赖,由此要求金融机构和医生能够及时并详细地对相关信息进行告知,以期实现信息对称。知情同意规则产生于英美,最初仅被适用于医疗侵权领域,后来也被用于证券市场。在证券销售过程中,投资者由于信息获取不充分、专业能力较弱,故证券经纪商应尽到信息披露义务,使投资者可以充分认识自身的风险承受能力和投资目标,在知情的前提下作出是否投资的决定。

综上,诚实信用原则之内涵与适当性义务重合,且我国金融市场中的基础性法律规范均已将

诚实信用原则作为金融活动的根本原则,故我国更加适合以诚实信用原则为理论基础构建金融机构适当性义务规则。在信息披露义务层面,金融机构应遵守“知情同意”规则。

二、金融机构适当性义务规定中的缺漏:案例分析

2005年《个人理财办法》颁布后,人民银行、银保监会(含原银监会、原保监会)、证监会陆续发布文件,对适当性义务进行规定。这些规定涉及投资者分类、投资者分类转化、金融产品分级、金融产品标准等各个方面,并且沿着“了解产品——了解客户——产品与客户匹配——适当性义务履行——监管规制”的基本思路,形成了金融机构适当性义务规则的大框架。但是,这些规定是否全面,实施的效果如何,能否为司法实践提供足够的制度供给,司法实践的情况最有说服力。本文以中国裁判文书网收录的2016—2020年间涉及金融机构适当性义务的案例为对象,以具体义务内容为标准,对案例进行归类分析,以期能较好地解答上述问题。

(一) 案例的类型化分析

以“民事案件”为检索范围,以“适当性义务”为关键词,以“2016年至2020年”为检索区间,截至2021年2月7日,在中国裁判文书网共检索到各类裁判文书446份,包括民事判决书和民事裁定书。经过去重、合并审级和关联性筛查后,涉及法院对金融机构是否履行了适当性义务、履行适当性义务是否存在过错进行认定的案例共计135个。这些案例具有如下类型化特点。

1. 案例数量呈现逐年增长趋势

2015年以前,未见中国裁判文书网收录有关金融机构适当性义务的案例,自2016年开始收录,且之后基本呈逐年增长趋势。有关案例收录年份分布情况详见表1。

2. 金融机构败诉比例较高

案例中,经历二审的占比42.96%,经历再审或审判监督程序的占比11.85%。金融机构胜诉案

件占比 53.33%, 部分承担责任案件占比 18.52%, 败诉的占比 28.15%。在金融机构部分承担责任的案例中, 金融机构承担责任的比例为 20%~80%。有关案例审级与裁判结果分布情况详见表 2。

表 1 案例收录年份分布 单位: 件						
年份	2016	2017	2018	2019	2020	合计
数量	2	23	10	46	54	135

表 2 案例审级与裁判结果分布 单位: 件						
审级	金融机 构胜诉		金融机 构部 分承担责任		金融机 构败诉	
一审	44		3		14	
二审	维持	改	维持原	改判	维持	改
	原判	判	判	比例	原判	判
再审	17	4	10	4	3	20
与审	驳回再	改	驳回再	改判	维持	改
判监督	审申请	判	审申请	比例	原判	判
合计	7	0	7	1	1	0
合计	72		25		38	

3. 投资者年龄非金融机构承担责任的核心因素

案例中, 在裁判文书中载明投资者出生年月的有 98 个, 占比 72.59%。其中, 出生于 1950—1979 年的投资者占比 73.46%。结合相关案例中所涉金融产品购买时间大多在 2013—2019 年的情况, 可见, 在购买金融产品之时, 投资者年龄主要在 34—69 岁之间。从法院裁判结果观察, 单纯以投资者属于高龄客户而认定金融机构未履行适当性义务, 或者在履行适当性义务方面存在过错的案例极少。通常情况是法院会结合金融机构是否履行适当性义务, 或在履行适当性义务方面是否存在过错, 并结合投资者年龄, 对案件进行裁判。

4. 银行理财产品争议多

案例涉及银行、保险、证券、期货等多个行业, 其中涉及银行的最多, 占比 77.78%。换言之, 围绕银行是否履行适当性义务、是否存在过错所引发的争议最多。这一方面与银行销售理财产品的规模不断扩大有关, 另一方面也与金融消费者对银行销售的理财产品的认知存在偏差有关。不

少金融消费者将银行销售的理财产品等同于银行存款, 但事实上, 这些产品均具有投资性, 存在本金损失风险。有关案例归属行业分布情况详见表 3。

表 3 案例归属行业分布 单位: 件					
涉及行业	银行	保险	证券	期货	合计
案例数量	105	3	22	5	135

5. 金融机构未履行匹配性义务、风险告知义务的案件比例高

按照《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(2018 年 4 月 27 日, 以下简称《资管新规》)、《会议纪要》等规范性文件的规定, 金融机构适当性义务包含四类义务, 即了解产品、了解客户、将适当的产品销售给适当的客户、风险告知。从义务类型及结构方面观察, 了解产品、了解客户是将适当的产品销售给适当的客户之基础, 金融机构了解产品、了解客户的最终目的是将适当的产品销售给适当的投资者。在了解产品方面, 当金融产品系金融机构自行研发时, 金融机构自然应充分了解产品。而在代销场合, 金融机构通常会对代销产品进行尽职调查, 出于审慎的考虑, 金融机构不会贸然代销其所不了解的产品。因此, “了解产品”义务仅在理念上具有一定的意义, 但在实际金融市场中, 适用空间十分狭窄, 且案例中未发现以金融机构违反该义务引发诉讼的情况。对 63 个金融机构部分败诉、败诉案例进行梳理, 金融机构未履行匹配义务、风险告知义务而承担责任的情况最为普遍, 占比达 90.48%。有关金融机构违反义务类型分布情况详见表 4。

表 4 违反义务类型分布 单位: 件						
	2016	2017	2018	2019	2020	合计
了解产品	0	0	0	0	0	0
了解客户	1	0	0	4	1	6
产品与客户匹配	1	2	3	12	7	25
风险告知	0	16	4	8	4	32
合计	2	18	7	24	12	63

(二) 案件的裁判思路分析

研究发现,法院审理涉及金融机构适当性义务案件通常沿着以下思路展开:第一,在举证责任方面,不论是投资者还是金融机构,均有义务就已方主张向法院提供证据,无法提供证据的,该方将承担举证不能的后果。如在鲍某伟与平安银行纠纷案((2020)辽 02 民终 6018 号)中,法院既要求鲍某伟提供遭受损失的证据,又要求平安银行就是否履行了适当性义务提供证据。最终因鲍某伟无法提供支撑其诉求的证据,法院判决平安银行胜诉。第二,在双方均提供证据的情况下,法院将对双方提供的证据进行审查,并着重审查金融机构在推介、销售金融产品过程中是否尽到适当性义务,在履行适当性义务方面是否存在过错。如在苏某与民生银行纠纷案((2019)苏 01 民终 7576 号)中,苏某与民生银行均向法院提交了证据,法院经审查后认定民生银行未履行风险告知义务,存在过错。第三,如经审查发现,金融机构在履行适当性义务方面存在过错(包括未履行或不当履行),法院将进一步审查金融机构过错与投资者损失之间是否存在因果关系。如因果关系存在,金融机构需就投资者损失承担赔偿责任。至于承担比例,则视案件具体情况而定。如在范某香与中国银行纠纷案((2020)湘民申 2356 号)中,法院认定中国银行未履行匹配义务,且该义务的违反与范某香损失之间存在因果关系,进而酌情判决中国银行承担 30% 的赔偿责任。

在理清法院裁判思路的基础上,我们发现,如果金融机构存在以下情形,则法院倾向认定其在履行适当性义务方面存在过错:第一,金融机构对所销售之金融产品进行虚假宣传,或者承诺本金不受损失,或者承诺收益,如张某某与中国银行纠纷案((2020)湘 0503 民初 1891 号)。第二,需由投资者签署的购买金融产品的合同(协议)、风险评估报告、认购申请书等非由投资者本人签署,如关某哲与平安保险纠纷案((2020)辽 03 民终 2954 号)。第三,未对投资者进行风险评级(包括风险评级时间晚于金融产品购买时间),或者风险评级结果与投资者所购之金融产品风险等级不匹配,如王某兰与工商银行纠纷案((2019)京 02

民终 15312 号)。第四,金融机构向投资者推荐超出其风险承受能力的产品,且投资者接受金融机构建议而购买,但金融机构不能提供证据证明曾尽到合理风险提示、告知说明等义务,如王某与建设银行纠纷案((2018)京 01 民终 8761 号)。

与上述裁判思路相对应的是,如果金融机构能够证明存在以下情形,法院倾向认定其在履行适当性义务方面不存在过错:第一,不论通过线上渠道还是线下渠道购买金融产品,投资者风险评级与产品风险等级匹配,且金融机构能够完整保存风险评估记录和投资者购买记录,如郭某文与兴业银行纠纷案((2020)晋 0109 民初 3462 号)。第二,投资者自主决定购买金融产品,其购买行为未受金融机构宣传、推介之诱导,如梅某群与国投安信期货纠纷案((2020)沪民终 288 号)。

(三) 案例分析所见——金融机构适当性义务规则的缺漏

案例分析表明,目前我国关于金融机构适当性义务规则的框架存在缺漏,其主要表现在如下方面。

1. 缺乏集中统一监管,易滋生监管套利

监管套利是指利用不同行业监管规则之间的差异获利。典型的情况是,某一产品在其归属行业中需接受严格的监管,而将其包装后在其他行业销售,则其所受限制将明显减少,中国银行“原油宝”产品即属此类。监管套利的存在往往使得某一行业的监管形同虚设。在金融产品设计日趋复杂、跨行业甚至跨市场金融产品不断涌现的当下,如不采取统一监管模式,既不利于保护投资者权益,亦不利于维护金融市场稳定。

2. 金融消费者与投资者界定不清导致裁判不统一

清晰界定金融消费者与投资者的目的,是要对不同的市场主体适用不同的规则加以保护,如不进行区分,易导致裁判者在何种情况下适用何种规则举棋不定。以王某兰与工商银行纠纷案为例,王某兰曾购买两款金融产品,其中一款获利,一款遭受损失,王某兰以其遭受损失为由提起诉讼。一审中,法院认定王某兰属于投资者,其应对投资风险有明确认知,遂作出驳回王某兰诉讼

请求的判决((2019)京 0101 民初 11188 号)。二审中, 法院认为王某兰属于金融消费者, 且工商银行存在一定过错。最终, 该案得以改判, 由工商银行承担王某兰部分损失((2019)京 02 民终 15312 号)。可见, 对于主体身份之认定, 将直接影响案件的裁判结果。如能清晰界定主体身份, 不仅有利于裁判结果统一, 亦能使得责任之认定更加妥当。

3. 既有产品评级制度不合理

通过实证研究, 未发现金融机构因未履行“了解产品”义务而承担责任的案例。但是, 为了履行匹配义务, 金融机构又必须“了解产品”。从外观上看, “了解产品”表现为对产品准确评级, 而我国金融市场中的产品评级制度尚存诸多不合理之处。首先, 不同金融机构的评级体系与标准不统一。目前, 我国金融机构普遍构建了金融产品评级综合指标体系。如长城证券将金融产品分为“低”“中低”“中”“中高”“高”五个风险等级, 国有大型商业银行普遍将理财产品分为“谨慎”“稳健”“平衡”“进取”“激进”五个风险等级。不同金融机构风险评级标准不统一导致匹配义务难以履行, 并使得市场中客户与产品不匹配的情况屡见不鲜。其次, 产品评级责任由何主体承担规定不明。金融市场中, 金融产品之销售者可能是研发者, 但更多的情况是研发者仅负责金融产品的研发, 金融产品的销售由其他金融机构承担。在此情形下, 研发者与销售者如何分担责任, 既有规范性文件鲜有规定。

4. 减免规则不完善

金融机构责任减免规则不完善, 表现在两个方面。

第一, 《会议纪要》规定的部分减免情形在实践中适用困难。按照《会议纪要》的规定, 投资者自身原因导致损失、投资者具有投资经验、投资者受教育程度较高等, 属于金融机构可主张免责的情形。而在实践中, 如何认定既往投资经验与金融机构适当性义务之间的因果关系, 进而认定金融机构责任, 不同法院存在不同认知。如在王某与建设银行纠纷案((2018)京 01 民终 8761

号)中, 法院未认定王某的投资经历可作为建设银行责任减免事由。而在梁某玮与平安银行纠纷案((2019)鲁民申 4456 号)中, 梁某玮具有信托投资的经验成为法院判决平安银行胜诉的主要理由。对于受教育程度, 我们未发现有法院就此与投资者损失、金融机构履行适当性义务之间的因果关系进行认定的案例。

第二, 《会议纪要》规定的减免情形不够全面。比较典型的情况是, 在销售人员涉嫌犯罪的情况下, 金融机构应否基于适当性义务赔偿投资者的损失。对此, 法院的现有做法是结合具体案情, 判断销售人员行为是否构成表见代理。如是, 金融机构需承担责任; 反之, 则不承担。如在张某荣与龙江银行纠纷案((2020)黑 0903 民初 721 号)中, 法院认定龙江银行大堂经理之行为构成表见代理, 进而认定龙江银行应承担赔偿责任。

三、完善金融机构适当性义务规则的基本路径

(一) 建立相对统一的监管模式

近年来, 我国金融市场混业经营态势日益明显, 跨行业经营的金融机构与跨行业、跨市场的金融产品不断涌现。这种发展态势改变了金融系统内部传统的风险特征, 使得风险更加隐蔽, 金融产品投资者的权益更易受到侵害。2018 年我国的金融监管体制由“一行三会”改为“一行两会”后, 虽然证券业仍独立经营、独立监管, 但其与银行业、保险业间实质上的混业经营趋势已经不可避免。这就使得金融监管与金融经营之间出现了不匹配的问题。在投资者适当性管理方面, 表现为不同监管部门出台的金融机构适当性义务规则存在明显差异, 为市场主体通过规则进行套利提供了空间。2020 年 4 月发生的中国银行“原油宝”事件即属于典型案例。该事件中, 中国银行是由银保监会监管的商业银行。“原油宝”发行前已经监管批准, 其依据是《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》。按照该办法的规定, 个人投资者可以参与银行衍生产品交易业务。但从“原油宝”背后交易观察, “原油

宝”与芝加哥商品交易所 WTI 原油期货挂钩,该原油期货合约每张最低交易单位为 1 000 桶原油,且主要面向机构投资者。而中国银行在推介“原油宝”时,通过对标准期货合约进行拆分销售方式,将交易起点确定为 1 桶,并让个人投资者参与购买。这就违反了《期货交易管理条例》的有关规定,即境内个人参与境外期货交易的,相关办法由监管部门制定,并且在报国务院批准后方可施行,但国务院从未批准过此类业务。这样,同一金融机构、面对同一产品,按照银保监会的规定,其已尽到了投资者适当性义务,但依证监会之规定,其未尽到适当性义务。此外,在“原油宝”事件中,中国银行推介、销售产品之行为也有待商榷,不论是未经国务院批准即予发售,还是分拆销售均与诚实信用原则之基本要求不符。

随着市场不断发展,跨行业的复杂金融产品的种类和规模势必不断增长,金融机构适当性义务问题也将日益凸显。与简单的金融产品相比,跨行业的复杂金融产品结构层次更多,风险也更加多元。然而,在分业监管模式下,既有的对高风险金融产品交易,尤其是像场外衍生品交易等的监管,仍然存在按照交易商的机构属性进行行业分割的情况。而在行业分割的基础上,不同行业的监管标准也不统一。在适当性义务已经超越了分业监管的格局成为金融机构之共性义务的大背景下,还应以功能监管为导向,对金融机构适当性义务予以相对集中的监管,明确要求金融产品之推介、销售、购买等均应遵循诚实信用原则,并颁布适用于各金融行业的基本性规则。具体可借鉴香港证监会与香港金融管理局的合作安排,将金融机构适当性义务规则中的统一的内容提炼出来,并由监管机构联合发布。而金融机构之准入规则及后续日常监管,仍由不同监管机构分别负责,以发挥专业性优势,且在监管机构之间建立沟通协调机制^[15]。

(二) 区分金融消费者与投资者

金融机构适当性义务属于法定义务。在此情况下,是否还需对金融交易中金融机构的相对方进行区分?基于诚实信用原则之要求,当金融机

构发现与投资者不适合之情况时应予告知,而金融市场中与金融机构缔结金融契约之主体在行为目的、交易能力、信息获取能力等方面存在差异属于客观现实,因此,应对金融机构的相对方进行区分。另外,区分相对方的制度价值还在于,一方面可以减轻金融机构对具备特定能力之投资者负担的义务,节约推介、销售成本;另一方面也可以对欠缺交易能力之主体予以倾斜保护。

从其他国家或地区的实践观察,不同国家或地区对如何区分“金融消费者”与“投资者”有以下不同立法例。第一,将“金融消费者”与“投资者”并列,以美国为代表。《多德-弗兰克法》将“金融消费者”与“投资者”作为并列概念予以规定,并按照行业将两者进行区分,前者主要适用于银行业,后者主要适用于证券业。第二,“金融消费者”与“投资者”高度交叉,以英国、欧盟为代表。在英国,2012年颁布的《金融服务法》对2000年颁布的《金融服务与市场法》中有关消费者的概念作了进一步澄清和扩展。金融服务领域的“消费者”包括:①接受、曾经接受或者可能接受受监管的金融服务(regulated financial services),包括由未获从业许可人士提供的、旨在最终使用前述服务的中介服务;②对受监管的金融服务拥有相关权益(relevant rights or interests);③已经或可能投资于金融工具(financial instruments);④对金融工具拥有相关权益的人。需要明确的是,为了最终接受受监管的金融服务而接受中介服务之人,也属于消费者。欧盟《金融工具市场指令》(2007年11月1日生效)是欧盟金融服务法的重要组成部分,在该指令下,金融消费者和投资者之间为种属关系。投资者分为三类:①零售金融消费者,即非专业的金融消费者;②专业金融消费者,即具备用以作出投资判断和评估风险的经验、知识及技能的金融消费者;③合格交易者,即信贷机构、保险公司等金融服务机构。第三,以“金融消费者”统摄“投资者”,以日、韩为代表。如日本《金融商品交易法》中的“金融商品”将证券等具有投资性的金融产品、服务都纳入规制范畴,进而确立了横向一体的监管框架;韩国《金融消

费者保护法》亦将银行、证券、保险等所有金融产品及其相关业务均纳入调整范畴。在此体制下,“金融消费者”是投资者的上位概念,投资者主要指投资证券期货产品的“金融消费者”。

我国构建金融机构适当性义务基本规则之时,宜首先区分自然人和法人,并在此基础上,将自然人划分为金融消费者与投资者,再将投资者划分为一般(普通)投资者与合格(专业)投资者。金融消费者应当是基于保值增值考虑,向金融机构购买保本型金融产品的自然人。投资者应当是愿意以本金损失为代价、取得超过储蓄存款收益而购买金融产品的自然人或法人。至于如何划分一般(普通)投资者与合格(专业)投资者,我国《证券法》《证券期货投资者适当性管理办法》均采用二分法,将投资者分为普通投资者和专业投资者。《资管新规》将资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者,从而在投资者分类制度中引入合格投资者的概念。从上述规范性文件看,目前我国金融市场中对投资者进行划分的制度集中在证券业,且主要基于以下因素进行划分:一是主体身份;二是风险承受能力;三是投资能力;四是投资目的。但是,这种分类方式并没有考虑投资者既往投资经历。我们建议,划分一般(普通)投资者、合格(专业)投资者时,除上述因素外,还应增加既往投资经历,并在其由一般(普通)投资者转化为合格(专业)投资者前,强制要求其应具有购买风险较小的金融产品之经历。比如,要求其具有投资保本型金融产品、投资本金损失风险较小金融产品的经历等。

金融机构适当性义务视域下的投资者范围在不同的国家和地区有所差别。日本《金融商品交易法》中将专业投资者排除在适当性义务的适用范围之外;我国台湾地区将专业机构和具有一定财力或者专业能力的自然人或者法人也排除在适用范围之外;欧盟则对不同的客户适用不同程度标准的适当性义务。我们认为,虽然合格(专业)投资者具有较一般(普通)投资者更丰富的投资知识和经验,以及更强的风险承受能力,但是,在当前日新月异金融环境下,金融衍生产品越来越复杂且变化频出,即使具有一定知识和能力

的投资者也很难跟上金融市场的变化,也极有可能对新型金融产品的理解产生偏差,导致决策失误。因此,金融机构适当性义务制度对合格(专业)投资也应给予一定程度的保护。

(三) 改进金融产品评级制度

金融产品评级制度也称“产品适当性”,域外金融监管十分强调金融机构须对金融产品之内容和风险水平达到完全认知,并向购买者准确告知。以美国“雷曼迷你债券”事件为例。“雷曼迷你债券”是一系列信贷挂钩票据的总和,法律上属于债券凭证的一种。此类产品通常利用投资者的资金买入抵押品,并通过掉期交易等安排,取得比传统银行存款更高的回报。该金融产品的风险要素主要集中于三个层面:第一,由于迷你债券本身属于非上市产品,故而流动性较差。第二,担保方为“雷曼控股公司”,但该公司在2008年时濒临倒闭,信用状况较差。第三,产品投资的抵押品主要为担保债务凭证(Collateralized Debt Obligation, CDO)、信贷违约掉期(Credit Default Swap)等复杂金融衍生品,在2008年金融危机时,以CDO为主的抵押品大幅贬值,风险急剧提高。这种复杂结构的金融产品本就不该销售给一般投资者,但由于缺乏足够的投资者保护机制,错误的产品风险定级导致大量的一般投资者遭受巨额损失。因此,在此事件后,美国将科学合理的产品风险评级作为金融监管的重要组成部分。美国监管当局要求金融机构在了解、推介和销售金融产品时,至少要了解“流动性状况”“相关信用状况”“投资状况”和“相关费用”等四类信息,并进行告知。

对金融机构课以适当性义务的目的是将适当的产品推介、销售给适当的客户,因此,金融产品评级应是适当性义务规则建构之基础性制度之一。基于诚实信用原则之要求,金融机构亦有义务确保其所推介、销售之金融产品与投资者相匹配。在对金融消费者与投资者进行区分并对投资者进行分类的基础上,理应对金融产品进行准确评级。随着监管要求及规范性文件的不断发布,我国金融机构大多建立起了金融产品评级综合指标体系。但问题是,不同金融机构对金融产

品的评级不同,甚至存在同一产品在不同金融机构评级不同的情况。“产品适当性”制度需要金融机构动态地、全流程地对金融产品进行评估,而不仅仅是传统意义上的在金融产品发行时的评估。销售者应当了解所销售金融产品的信息,并根据风险特征和程度,对所销售的金融产品划分风险等级。金融产品风险等级划分,需要对影响金融产品安全等级的风险因素予以综合考量,主要包括流动性、期限、杠杆情况、交易结构安排、投资单位、投资方向、投资范围、募集方式、主体信用、同类产品情况及过往业绩^[16]。

在金融产品评级责任划分方面,构建适当性义务基本规则之时应当明确,由金融产品研发者承担对金融产品的初始评级责任。当然,研发者对于金融产品评级应当遵循的基本原则还应当由监管机构确定,并且可结合我国分业监管的实践,由不同监管机构对金融产品初始评级进行统一监管。当某一金融产品交易结构复杂且存在跨行业交易的情况时,应当按照风险等级较高者确定该金融产品的风险等级。需要明确的是,金融产品研发者对金融产品承担初始评级责任并不意味着免除了销售该产品的金融机构之产品评级责任,销售者在销售金融产品之时,亦需对其销售的金融产品进行再次评级,但再次评级结果不能低于初始评级结果。另外,为了节约再次评级成本及避免再次评级导致不同金融机构对同一金融产品评级结果差异过大的情况出现,监管机构应当对再次评级的内容进行规定,比如再次评级之时,销售者仅需对金融产品某些关键风险因素——如流动性——进行评估即可。

从违反“产品适当性”义务角度观察,研发者就初始评级承担责任,销售者就再次评级以及未将适当的产品销售给适当的客户承担责任,且研发者、销售者就金融产品评级向投资者承担连带责任。至于前述制度的建立是否会导致销售者怠于履行尽职调查义务,因前述规则对其施加了销售者责任,故应不存在此顾虑。从金融实践观察,金融机构销售金融产品之前,出于自身交易安全的考虑,通常会对其所销售之产品进行充分调查,并且在代销合作协议中清晰界定研发者与

销售者之间的权利、义务与责任。

(四) 明确金融机构责任减免规则

实证研究表明,责任减免规则不完善的情况在实践中较为突出。从体系结构安排的角度考虑,要求金融机构承担适当性义务,既要考虑在何种情况下,要求金融机构承担何种义务,又要考虑在何种情况发生之时,金融机构之责任可以得到减免。构建责任减免规则的法理基础在于,诚实信用原则要求金融机构确保其所推介、销售之金融产品与投资者相匹配,而对投资者进行适格审查是确保匹配之前提和基础,而适格审查的核心又是金融机构向投资者进行询问并由投资者提供信息。如果投资者拒绝配合,金融机构的责任就应根据投资者的过错而相应减免。构建责任减免规则的现实基础在于,金融市场中存在大量成熟的、专业的投资者,此类投资者可能会利用金融机构适当性义务规则将本应属于自身的风险转嫁至金融机构,引发道德风险。

《会议纪要》对金融机构责任从免除和减轻两个角度进行了规定。首先,免除规则。投资者由于故意提供虚假信息、拒绝听取建议等自身原因导致损失的,金融机构得主张免责。此等情形下,投资者本身存在明显恶意,此时,投资者对金融机构的依赖减少,故其获得的保障也就相应缩减。其次,减轻规则。从金融产品角度观察,金融机构承担适当性义务,系因金融产品结构复杂,导致投资者可能难以甚至无法作出自主决定,进而影响缔约平等。但在金融市场中,确实也存在一部分投资者,他们基于既往投资经验、教育经历,无需借助金融机构履行适当性义务,即可作出自主决定。甚至在金融机构未履行适当性义务或者在履行适当性义务存在过错时,亦不会对该类投资者作出自主决定产生影响。对此,如金融机构能够举证证明,则可减轻其责任。

虽然《会议纪要》对以上规则已有规定,但因其本身既不属于法律,也不属于司法解释,效力存在局限性,导致上述规则在我国现有的金融机构适当性义务规则体系中尚缺乏明确的体现。在实践中,法院的认知也不尽一致。以既往投资经历为例,部分法院在判决中将既往投资经历作

为减轻金融机构责任的因素,但也有部分法院认为,不能将投资者具有既往投资经历一概作为金融机构责任减轻的理由,因为既往投资经历仅能证明投资者可能对某一类产品具有清晰的认知,并不能证明该投资者对引发争议的产品具有清晰的认知。比如投资者此前仅购买过理财产品,但引发争议的为该投资者购买的基金产品。换言之,只有投资者既往投资经验涉及争议产品之时,该经历方能作为金融机构主张责任减轻的理由。

四、结语

虽然我国自 2005 年起就已经在金融市场引入金融机构适当性义务规则,但历经多年发展后,我国金融机构适当性义务规则仍不够完善,存在理论基础不清、基本规则不统一、部分核心规则缺失等问题。金融机构适当性义务建构之理论基础在于诚实信用原则。借鉴域外金融市场经验,并结合我国司法实践,我国金融机构适当性义务规则还应从以下几个方面加以完善:第一,应建立以功能为导向的统一监管模式,由监管机构联合发布适用于各金融机构的适当性义务基本原则与规则。第二,基本规则中需要着重解决的问题有区分金融消费者与投资者、划分投资者类别及明确投资者转化条件、规定金融产品评级基本规则及责任分配规则等。第三,明确金融机构责任减免规则以及其适用情境。

参考文献:

- [1] GEDICKS F M. Suitability claims and purchases of unrecommended securities: A agency theory of broker-dealer liability[J]. Arizona State Law Journal, 2005, 64(37): 535-588.
- [2] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 42(3): 305-360.
- [3] LOSS L. The SEC and the broker-dealer[J]. Vanderbilt Law Review, 1948, 20(4): 516-530.
- [4] 张付标. 证券投资者适当性制度研究[M]. 上海: 三联书店, 2015: 112.
- [5] ZHANG Fubiao. A study on the investor suitability system[M]. Shanghai: SDX Joint Publishing Company, 2015: 112.
- [6] WEISS C. A review of the historical foundations of broker-dealer liability for breach of fiduciary duty[J]. Journal of Corporation Law, 1997, 23(1): 65-120.
- [7] 范世乾. 信义义务的概念[J]. 湖北大学学报: 哲学社会科学版, 2012, 39(1): 62-66.
- [8] FAN Shiqian. The concept of fiduciary duty[J]. Journal of Hubei University: Philosophy and Social Science, 2012, 39(1): 62-66.
- [9] 杨东, 武雨佳. 智能投顾中投资者适当性制度研究[J]. 国家检察官学院学报, 2019, 27(2): 3-18.
- [10] YANG Dong, WU Yujia. Research on the system of suitability of investors in robo-advisors[J]. Journal of National Prosecutors College, 2019, 27(2): 3-18.
- [11] 王锐. 金融机构的适当性义务研究[M]. 北京: 法律出版社, 2017: 108.
- [12] WANG Rui. Research on suitability obligation of finance institutions[M]. Beijing: Law Press, 2017: 108.
- [13] 章辉. 资本市场投资者适当性制度研究[M]. 北京: 法律出版社, 2016: 45-46.
- [14] ZHANG Hui. The research on the investor suitability system in capital market[M]. Beijing: Law Press, 2016: 45-46.
- [15] 陈晨. 股权众筹投资者适当性制度研究[J]. 上海金融, 2016(10): 43-48.
- [16] CHEN Chen. Research on the suitability system of equity crowdfunding investors[J]. Shang Hai Finance, 2016(10): 43-48.
- [17] 王泽鉴. 民法学说与判例研究: 第 5 册[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 1998: 29.
- [18] WANG Zejian. Civil law theory and case study: Volume 5[M]. Beijing: China University of Political Science and Law Press, 1998: 29.
- [19] 梁慧星. 诚实信用原则与漏洞补充[J]. 法学研究, 1994(2): 22-29.
- [20] LIANG Hui-xing. The principle of good faith and the supplement of loopholes[J]. Chinese Journal of Law, 1994(2): 22-29.
- [21] 梁慧星. 民法总论[M]. 北京: 法律出版社, 2017: 49-50.
- [22] LIANG Huixing. General introduction to civil law[M]. Beijing: Law Press, 2017: 49-50.
- [23] 马忠法, 谢迪扬. 专利融资租赁证券化的法律风险控制[J]. 中南大学学报: 社会科学版, 2020, 26(4): 58-70.

- MA Zhongfa, XIE Diyang. Legal risk control of patent financing lease asset-backed securitization[J]. Journal of Central South University: Social Sciences, 2020, 26(4): 58–70.
- [15] 黄辉. 金融机构的投资者适当性义务: 实证研究与完善建议[J]. 法学评论, 2021, 39(2): 130–143.
- HUANG Hui. Investor suitability obligation of financial institutions: Empirical Research and suggestions for improvement [J]. Law Review, 2021, 39(2): 130–143.
- [16] 杨峻. 资管新时代: 投资者适当性理论与实践[M]. 上海: 格致出版社, 2018: 227.
- YANG Jun. New era of asset management: Theory and practice of investor appropriateness[M]. Shanghai: Truth & Wisdom Press, 2018: 227.

The theoretical basis and rule improvement of suitability duty of financial institutions

REN Zili, LIU Jia

(School of Law, Beijing University of Aeronautics and Astronautics, Beijing 100191, China)

Abstract: The purpose of imposing suitability duty on financial institutions is to require financial institutions to recommend and sell appropriate financial products to appropriate investors on the basis of understanding products and customers, so that investors can make their own decisions on the basis of fully understanding the nature and risks of financial products. The main problems of the rule system of suitability duty of financial institutions in China lie in that theoretical basis is unclear and basic rules lack centralized and unified stipulations. Empirical study finds that the lack of suitability duty relief rules makes it difficult to accurately determine the responsibility of financial institutions in practice. In China, constructing the rules of suitability duty of financial institutions should be based on the principles of good faith doctrine and the theory of informed consent, should have the unified and stipulated rules distinguishing financial consumers from investors, of classifying investors and the responsibility of product rating, and should clarify the rules of relief of suitability duty.

Key Words: suitability duty of financial institutions; financial rules system; financial products; investment; caveat emptor

[编辑: 苏慧]