

论我国证券机构适当性义务

李海龙* 张海锋** 时修荣***

摘要: 证券机构因在证券交易中占有信息及交易地位之双重优势,加之金融消费者对其的信赖而负有适当性义务。证券机构在不同的业务中与金融消费者之法律关系亦不同,故不能一概适用适当性义务,唯有在金融消费者对证券机构高度信赖之法律关系的业务中,证券机构履行适当性义务方属公平,才能衡平证券机构与金融消费者之权利义务。证券机构适当性义务内容主要包括适当推介与风险揭示,在其未履行适当推介或风险揭示之义务时,证券机构应当承担侵权之民事责任。

关键词: 证券机构 适当性义务 法律关系 民事责任

滥觞于美国之适当性义务因其在衡平投资者与证券经纪商权利义务、保护投资者权益及促进证券市场繁荣发展方面作用甚巨,故而逐渐被世界各国或地区所援引。我国有关适当性义务之规范亦不胜枚举,股指期货、证券期货、基金募集、债券市场等只要与金融市场相关之领域,或多或少皆有适当性义务之规定,但我国对适当性义务的认识却陷入了一种误区,即认为适当性义务犹如“万金油”般可适用于金融市场所有领域,但事实并非如此。

追本溯源至美国适当性义务,其源于美国《1934年证券交易法》,后被不断完善。美国适当性义务主要是规范证券经纪商之销售、推介行为,其适用范围并未涵盖所有金融机构。适当性义务有其特有的法律关系适用范围,金融市场各领域中的投资者与金融机构之间的法律关系并非完全相同,不能一概而论,不加考虑地完全适用适当

* 浙江财经大学副教授,法学博士。

** 现供职于浙商证券股份有限公司,管理学硕士。

*** 浙江财经大学法学专业硕士研究生。

性义务。概而言之,适当性义务之适用范围不能涵盖金融市场中的所有领域,其主要适用于投资者对券商具有信赖的领域。^①适当性义务之义务人是证券产品或服务的销售者,通常是证券经纪商,在我国主要是从事经纪业务的证券公司和期货公司。

我国相关法规及公告已规定了覆盖证券经纪、代销、融资融券、资产管理等业务的证券机构适当性义务,然而证券公司之业务各不相同,各业务中投资者与证券机构之间的法律关系亦不一致。在同等的情况下,以同等的办法对待同等的人们是“正义的第一个和最重要的一个号令”,^②以相同的义务规则对待不同法律关系中之投资者与金融机构,不但不利于投资者权益保护,更是非正义的。本文主要在分析适当性义务适用之法律关系范围的基础上,探讨证券机构各业务中投资者与证券机构的法律关系并论证证券机构何种业务可适用适当性义务,而后阐述证券机构适当性义务之内容及违反适当性义务之法律后果。

一、适当性义务适用之法律关系范围

国内学界对于适当性义务之研究,主要聚焦于适当性义务之法律属性、适当性义务之内容、我国相关规定之缺陷及解决措施等内容,却从未以适当性义务适用的法律关系范围为视角进行相关研究。明确适当性义务适用的法律关系范围可确定适当性义务适用的业务范围,将不宜以适当性义务规范调整之业务排除在外,对不同法律关系中的金融机构施以不同的约束规范,不仅可以衡平不同法律关系中投资者与金融机构之权利义务,更能实现不同情况区别对待之正义要求。

(一)我国现行适当性义务适用之法律关系

自适当性义务被纳入金融监管视野以降,证券机构适当性义务的规范已有很大发展,从直接规定证券机构的具体业务应适用适当性义务到规定证券机构的特定行为应适用适当性义务,从将证券机构所有业务纳入适当性义务规范范围发展为明确证券机构特定行为应受适当性义务拘束,在一定程度上限缩了证券机构适当性义务的适用范围,但是仍未明确证券机构适当性义务适用之法律关系范围,仍将一些不属于证券机构适当性义务适用的法律关系范围的业务纳入了适当性义务的规范中。

《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民会议纪要》)规定,适当性

^① 参见张付表、李玫:《论证券投资者适当性义务的法律性质》,载《法学》2013年第10期。

^② 参见[美]博登海默:《博登海默法理学》,潘汉典译,法律出版社2015年版,第34页。

义务是指卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品等高风险等级金融产品,以及为金融消费者参与融资融券等高风险等级投资活动提供服务的过程中,必须履行的了解客户、了解产品、将适当的产品(或者服务)销售(或者提供)给适合的金融消费者等义务。^①《九民会议纪要》将证券机构的三种特定行为纳入适当性义务规范的约束中:(1)证券机构向金融消费者推介高风险等级之金融产品;(2)证券机构向金融消费者销售高风险等级之金融产品;(3)证券机构为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务。证券机构为此三种特定行为时与金融消费者形成了三种不同之法律关系,分析此三种法律关系可初步得出我国证券机构适当性义务适用之法律关系范围。

证券机构向金融消费者推介金融产品时双方究为何种法律关系并无明确规定,可类推适用商业银行向金融消费者推介个人投资产品时双方之间形成的法律关系。《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第8条指出,商业银行向客户提供的财务分析与规划、投资建议、个人投资产品推介等专业化服务为理财顾问服务。投资产品的推介属于银行理财顾问服务的范畴,银行只要存在推介行为,且购买者根据银行的推介购买了理财产品,双方即构成事实上的金融理财服务法律关系。^② 证券机构向金融消费者推介金融产品之业务与商业银行向金融消费者推介金融产品的业务类似,只不过是主体有所不同,故而证券机构因其推介行为亦应与金融消费者之间形成金融理财服务法律关系。

证券机构在向消费者销售金融产品时,双方之间形成金融产品买卖法律关系并无争议,此处不再赘述。证券机构对金融消费者参与高投资活动提供服务并未明确指出为金融消费者提供何种服务,一种特定之法律关系不能完全涵盖证券公司为金融消费者提供服务时形成的关系,不同之服务形成不同之法律关系:证券公司依据金融消费者制定购买证券时双方形成经纪关系,证券公司为金融消费者提供顾问服务时双方形成金融理财服务法律关系等。综上所述,《九民会议纪要》中规定的证券机构适当性义务的适用法律关系主要包括金融理财法律服务关系、金融产品买卖关系以及证券机构为金融消费者提供服务时形成的经纪关系、金融理财服务法律关系等。

(二)美国适当性义务适用之法律关系

美国适当性义务原为证券经纪商的一种商业道德,后逐渐发展为一种法律要求,

^① 参见《九民会议纪要》第72条。

^② 参见“徐某某与平安银行股份有限公司北京丰台支行财产损害赔偿纠纷案”二审《民事判决书》。

其主要适用于证券经纪商向客户销售证券产品,推荐购买、出售、交换某种证券产品之情形,^①其向客户推荐证券产品之业务投资顾问与投资推荐业务有些许类似甚至是趋同,但是证券经纪商的此种推荐业务只能附属于其经纪业务而不能另外收取佣金,其与专门从事顾问业务的投资顾问是有区别的,故而投资顾问不受适当性义务约束,约束其顾问业务的法律规范主要为美国《1940年投资顾问法》。^②美国适当性义务适用法律关系范围主要是证券产品买卖关系以及证券经纪商为客户提供附属顾问服务时形成的金融理财服务法律关系。美国适当性义务适用之法律范围较为狭窄,将证券经纪商为客户提供其他服务时形成的法律关系排除在外。

(三)适当性义务适用法律范围之限定

适当性义务存在之基础为金融消费者对证券机构的信赖,当今证券市场方兴未艾,各种证券产品层出迭现,然而证券产品的信息性、复杂性、风险性也日益凸显,而证券机构却占有信息及交易地位的双层优势,因之金融消费者特别是投资知识与投资经验匮乏的金融消费者对证券机构具有一种深深的信赖,证券机构时有滥用此种信赖而侵害金融消费者权益的现象,^③故而证券监管机构意图以适当性义务约束证券机构。

在证券机构开展的不同业务中,证券机构与金融消费者之间的法律关系是不同的,金融消费者对证券机构的信赖程度亦是不同的,在何种法律关系中金融消费者对证券机构信赖到证券机构应承担适当性义务,而又在何种法律关系中金融消费者对证券机构信赖到证券机构则应舍弃适当性义务而承担较适当性义务更为严格之义务,我国学术界目前的研究对此并未涉及,然而,只有对适当性义务中金融消费者对证券机构信赖程度予以界定方能厘清适当性义务适用之法律关系的范围。对金融消费者的信赖程度划定确切的界限比较困难,在实践中亦无相关之标准以供衡量金融消费者的信赖程度,笔者认为,可从金融消费者在证券交易中自主决定程度角度分析,金融消费者对证券机构信赖程度越高,则其在证券交易中的自主程度越低,反之,其在证券交易中的自主程度越高。

根据金融消费者在证券交易中自主决定程度的高低,可将其对证券机构的信赖程度分为三个程度,即一般信赖、高度信赖与极度信赖。在一般信赖中,金融消费者

^① See NASD Conduct Rule 2310, NASD Manual (CCH) 4261 (Apr. 1997).

^② See Investment Advisers Act of 1940.

^③ 参见王锐:《金融中介违反适当性义务的民事责任》,载《法治论坛》2018年第3期。

在证券交易中拥有较高的自主决定权,一般是其选定特定证券交由证券机构交易,此时证券机构仅为金融消费者提供一个证券交易的通道,其仅对代理事宜承担注意义务和忠实义务,投资者对证券商没有专业信赖,因此,没有适用投资者适当性的环境。^①而就高度信赖而言,金融消费者在证券交易中拥有一定的自主决定权,其基于证券机构提供的证券的信息,自主决定是否进行证券交易。适当性义务中的“适当性”含义为,金融机构将合适的产品或服务提供于合适的投资者,^②由投资者自主决定是否接受金融机构所提供的产品或服务,故投资者对金融机构具有高度的信赖,适用适当性义务为应有之义。当金融消费者对证券机构极度信赖时,其将自主决定权完全交于证券机构,由证券机构为了金融消费者的利益而作出证券交易的决定,证券机构所作出的任何一个交易决定均应以金融消费者之最大利益为目标,对证券机构的此种约束符合以为客户利益最大化服务为核心的受信义务。

在证券产品买卖法律关系与金融理财服务法律关系中,当证券机构向金融消费者销售或者推介证券产品时,金融消费者对证券机构销售或推介的证券产品有一定的自主决定权,虽证券机构对其有一定的影响力,但是其可以自主决定是否购买或者接受证券机构的推介,因此,金融投资者对证券机构有高度的信赖,证券机构应受适当性义务的约束。证券机构为金融消费者提供除顾问业务外的其他服务时,形成的经纪关系等其他法律关系或属于一般信赖,或属于极度信赖,均不适用适当性义务。因此,适当性义务适用的法律关系范围应被限定为证券产品买卖法律关系以及金融理财服务法律关系。

二、证券各业务法律关系

我国有关证券机构适当性义务适用范围涵盖了销售金融产品、投资顾问、融资融券、资产管理等业务,^③但正如上文所述,证券机构进行不同业务时与金融消费者之间形成的法律关系亦不相同,并不能一概适用适当性义务。依据《证券法》第120条的规定,证券机构之业务主要包括证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理与其他证券业务,下文将对这些业务中双方的法律关系

^① 参见张付表、李玫:《论证券投资者适当性义务的法律性质》,载《法学》2013年第10期。

^② 参见国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会联合发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》报告。

^③ 参见《证券公司投资者适当性制度指引》第2条。

及能否适用适当性义务逐一进行分析。

1. 证券经纪业务。证券经纪业务,系指证券机构根据投资者的证券买卖指令,以自己的名义和账户代理证券的买卖、还本付息、分红派息、证券代保管、鉴证和代理等登记开户等业务。^① 由于证券交易所交易厅内席位有限,金融消费者不能直接在交易厅内进行证券交易,其便求助于证券机构,将其所作出的证券交易决定交由证券机构执行。在证券经纪业务中,证券机构与金融消费者之间形成的法律关系,学术界一般认为是行纪或居间法律关系。^② 金融消费者作出证券交易决定指令证券机构执行,证券机构于此种业务中仅提供一种通道,金融消费者有较高的自主决定权,其对于证券机构之信任为一般信任,故而在证券经纪业务中,证券机构并不承担适当性义务。

2. 证券投资咨询业务。证券投资咨询,系为取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议之业务。^③ 金融消费者囿于证券相关知识及证券交易经验之匮乏,而又欲于证券市场中实现财产保值增值之目的,便咨询专业的证券机构,证券机构基于其知识、信息及经验优势,向金融消费者提供相关证券信息、分析、预测及交易建议以供金融消费者选择,金融消费者可自主决定是否接受证券机构之建议而进行证券交易,双方之间形成金融理财服务法律关系,证券机构应当受适当性义务的拘束。

3. 财务顾问业务。证券机构从事的财务顾问业务,是指与证券及交易、证券投资咨询活动有关的咨询、建议、策划业务,主要是为拟上市公司或上市公司提供的服务,此种服务内容具体包括:为企业申请证券发行和上市提供改制改组、资产重组、前期辅导等方面的咨询业务;为上市公司重大投资、收购兼并、关联交易等业务提供咨询服务……^④适当性义务保护主体主要为金融消费者,而证券机构从事之财务顾问业务服务对象为拟上市公司或上市公司,不属于金融消费者之范畴,因之证券机构从事财务顾问业务时并不履行适当性义务。

4. 证券承销与保荐业务。证券承销业务,是指在证券发行过程中证券公司接受发行人的委托,以代销或包销的方式为发行人销售证券的活动。^⑤ 证券承销主要有两种形式——代销与包销,在这两种不同的形式中,证券机构与金融消费者之间的法律

① 参见赵旭东主编:《商法学》,高等教育出版社2015年版,第275页。

② 参见薛峰:《论证券经纪人与投资者的法律关系》,载《中国法学》1999年第5期。

③ 参见陈洁编著:《证券法》,社会科学文献出版社2006年版,第174页。

④ 参见程淑娟编著:《证券法》,武汉大学出版社2010年版,第44页。

⑤ 参见李东方主编:《证券法学》,中国政法大学出版社2017年版,第74页。

有所不同。在代销中,证券机构作为发行人的代理人仅在发行人与金融消费者之间起着媒介、桥梁的作用,发行人与金融消费者之间存在买卖关系,形式上证券机构不与金融消费者存在法律关系,但金融消费者在此种交易中不可避免地收到证券机构的推介,若金融消费者依从证券机构的推介而进行相关交易,则双方之间形成金融理财服务法律关系,证券机构应受适当性义务的拘束。在包销中,证券机构与金融消费者直接形成的买卖关系亦应受到适当性义务的拘束。证券保荐,是有资格的保荐人对所推荐的公司公开发行股票、可转换为股票的公司债券所提供的持续性训示、督促、辅导和信用担保服务,^①其主要是为发行人服务,与金融消费者不发生直接法律关系,故而证券机构于保荐中亦不承担适当性义务。

5. 证券自营业务。证券自营业务又称证券买卖业务,是证券公司以自己的名义和合法拥有的资金进行证券买卖以达到获利目的的业务。^② 证券自营业务是为其自己利益而以自己名义进行证券交易之行为,与金融消费者同样都是证券市场中的投资者,两者是相互独立、没有联系的两个主体,双方之间一般不发生与证券交易有关的法律关系,因此亦无适当性义务适用之必要。

6. 资产管理业务。证券公司的资产管理业务,系指证券公司接受客户委托,根据与客户签订的证券资产管理协议,对客户的证券资产进行经营运作和提供管理服务。^③ 在资产管理业务中,金融消费者基于对证券机构的信任将其财产交于证券机构,由证券机构为金融消费者利益最大化运作而由消费者承担投资的法律后果及风险。对于具体如何进行交易,证券机构拥有完全的自主权,其本质是商事信托,证券机构与金融消费者之间存在信托法律关系,金融消费者对证券机构存有极度的信任,证券机构应承担受信义务。

在证券机构各业务中,唯证券咨询业务与证券承销业务可被涵盖于适当性义务适用的范围内,其余各业务或不存在高度信赖的法律关系,或不涉及金融消费者,或因极度信赖而应适用受信义务,因而不能一概被包含在适当性义务适用的法律范围内。

① 参见赵旭东主编:《商法学》,高等教育出版社2015年版,第276页。

② 参见吴弘主编:《证券法教程》,北京大学出版社2007年版,第248页。

③ 参见程淑娟编著:《证券法》,武汉大学出版社2010年版,第44页。

三、证券机构适当性义务之内容

有关证券机构适当性义务内容之规定,各国(地区)大同小异。美国对适当性义务内容的规定主要体现于美国金融市场管理局制定的《统一监管规则》中的规则2111和规则2090,根据这两条规则,证券服务机构及其工作人员需要承担合理化根据、客户个性化、数量上的适当性等义务。^① 欧盟适当性义务内容主要包括对投资者进行分类、适当性测试义务以及“了解你的客户”。美国与欧盟有关适当性义务内容的遣词用句虽有不同,但在实质上却是相差无几。我国有关适当性义务内容的规定亦与之类似,简而言之,我国证券机构适当性义务的内容主要包括适当推介义务以及风险揭示义务。

(一) 适当推介义务

适当推介,系指证券机构应在充分了解金融消费者及产品的基础上,将适当的产品或服务推介给适当的金融消费者,这就要求证券机构应对金融消费者及产品分别进行风险评级,不得主动向金融消费者推介风险不匹配的产品。适当推介包含三个方面的要求,即了解金融消费者、了解产品以及适当推荐。

1. 了解金融消费者

了解金融消费者,是证券机构的首要义务,只有充分知晓金融消费者的各种信息方能为其推荐适当的证券产品。具体知悉哪些信息方为了解金融消费者? 根据国际证监会组织2013年1月发布的《复杂金融产品分销的适当性要求(最终报告)》,金融机构的评估项目既包括客户的投资知识、投资经验、投资目标、风险承受力(包括资本损失的风险)、投资期限等,也包括客户定期追加投资、提供额外抵押以及理解复杂金融产品的能力。^② 在美国适当性义务中,了解客户主要包含投资者的财资状况、投资经验、风险承受能力、投资期限、投资目标等内容。欧盟《金融工具市场指令》中对“了解客户”的规定主要有与投资者相关的专业知识、经验、财务状况和投资目标等。^③ 我国《证券期货投资者适当性管理办法》第6条规定,经营机构在向投资者销售产品或提供服务时,应当了解投资者的身份、收入情况、投资知识及经验、投资期限

^① 参见张灵溪:《金融产品销售适当性规则研究》,载《吉林金融研究》2019年第4期。

^② 参见国际证监会组织2013年1月发布的《复杂金融产品分销的适当性要求(最终报告)》。

^③ 赵晓钧:《欧盟〈金融工具市场指令〉中的投资者适当性》,载《证券市场导报》2011年第6期。

及目标和风险偏好及可承受的损失等。概而言之,证券机构主要了解投资者的投资知识及经验、投资目标、风险承受能力和财务状况等与投资相关的信息。

在了解金融消费者的基础上,证券机构仍需根据一定之标准对金融消费者进行分类。由于金融消费者在财资状况、投资经验及知识、风险偏好及承受能力等方面千差万别,不能对其一概而论,故而要对其进行分类保护。金融消费者分类的目的分为两个层次,最终目的是“规范证券期货投资者适当性管理,维护投资者合法权益”,直接目的是确保将适当的产品或服务销售给适合的投资者。^①我国根据投资者之风险识别能力和风险承受能力将投资者区分为合格投资者与公众投资者或普通投资者。^②普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面受到特别的保护。证券机构需要根据其知悉的投资者的风险识别能力、风险承受能力、投资经验和目标以及资产情况对投资者进行分类,为其匹配与其类别相符合的产品或服务。

2. 了解产品

随着金融创新的不断深入,金融市场与金融产品日趋复杂,即使是专业的金融机构也不具备对所有产品的认知能力,^③更遑论一般之金融消费者,故而证券机构应发挥其专业优势,详细、准确地了解其所销售的产品或提供的服务。美国适当性规则之合理依据适当性要求经纪商有责任对其所推荐的证券或策略进行调查并掌握充分的资料,^④我国亦规定经营机构应当了解其所销售的产品或提供的服务的信息,主要包括风险等级、资本回报率等。

同时,证券机构仍需根据风险特征和程度,对销售的产品或提供的服务划分风险等级。^⑤在代销业务中,证券机构仅从发行商处了解产品或服务的信息能否被视为履行了解产品之义务?答案应是否定的,在现实中发行商为吸引投资者而故意披露虚假信息、低估其产品或服务的风险等级的情况时有发生,证券机构在了解已披露的产品或服务之信息的基础上仍应根据自己的专业知识作出独立的判断。“招牌理论”认为,经营机构只要挂出招牌并开始营业,即等于向客户表明自己具有与证券相关的专

^① 参见何海锋:《投资者分类的制度框架——以〈证券期货投资者适当性管理办法〉为对象的考察》,载《银行家》2017年第2期。

^② 参见上海证券交易所《债券市场投资者适当性管理办法》(2017年修订)第5条。

^③ 参见王锐:《论金融机构的适当性义务——基于行为要件的分析》,载《北方法学》2014年第4期。

^④ 参见颜延、倪刚:《投资者保护与金融机构的适当性义务——以金融衍生品销售为例》,载《学海》2013年第3期。

^⑤ 参见《证券期货投资者适当性管理办法》第15条。

业性,并默示自己将公正对待顾客。^① 证券机构无从了解产品、服务或不能根据已披露的信息作出独立的判断则可能被视为不专业,与其所挂出的招牌的潜在含义不符。

3. 适当推荐

适当推荐,是指证券机构在了解投资者与了解产品的基础上,将客户群体信息与产品信息进行匹配,为投资者推荐与其风险承受能力、投资目标相符合的金融产品或服务。了解金融消费者与了解的客户的最终目的即是适当推荐,对客户及产品进行分类是适当推荐的前提条件。

适当推荐主要包含三层含义,即投资目的适当性、风险适当性和知识与经验的适当性。^② 首先,证券机构必须向金融消费者推荐与其投资目标相符合的产品或服务,不得诱导其购买与其投资目标相背离的产品或服务,或唆使其转换投资目标,或在投资者不知情的情况下更改其投资行为。其次,证券机构推介的金融产品或服务的风险等级必须与金融消费者的风险承受能力相匹配。风险承受能力,是指金融消费者在作出金融决策时所能接受的最大资产损失。证券机构不得将高风险之证券产品或服务推荐于低风险承受能力的金融消费者。最后,金融消费者的投资知识与既往投资经验对投资者认识、了解及评估某一产品或服务具有重要影响,在其作出投资决策时发挥着举足轻重的作用。因此,证券机构不得推荐以金融消费者的投资知识、经验无法理解之金融产品或服务。

(二) 风险揭示义务

风险揭示的含义为,证券机构在向金融消费者销售产品或提供服务时,应根据产品及服务的具体内容,充分揭示产品或服务的风险内容。^③ 证券机构在充分了解金融消费者及证券产品的基础上,为金融消费者推荐适当的金融产品或提供服务并未完全履行适当性义务,其仍应当向金融消费者充分说明该产品或服务的风险内容,披露与其利益存在冲突的实质性信息,由金融消费者自主决定是否接受该产品或服务。该义务是适当性义务之核心内容,是金融消费者能够真正了解产品和服务的投资风险和收益的关键,证券机构应当根据产品的风险和投资者的实际状况,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。^④

^① 参见张付标:《证券投资者适当性制度研究》,对外经济贸易大学民商法学2014年博士学位论文,第6页。

^② 参见王锐:《论金融机构的适当性义务——基于行为要件的分析》,载《北方法学》2014年第4期。

^③ 参见“李某某与中国工商银行股份有限公司南京新街口支行财产损害赔偿纠纷案”二审《民事裁定书》。

^④ 参见最高人民法院发布并实施的《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》。

在金融消费者主动询问、购买与其风险承受能力不相匹配之金融产品或服务时, 证券机构亦需为其揭示相关产品或服务之风险。风险承受能力与投资者风险承受意愿相关,^①其风险承受意愿有时或不能完全反映于证券机构所作出的评估中, 导致证券机构评估出的该金融消费者的风险承受能力与其实际风险承受能力不相符, 并为其推荐与其实际风险承受能力不相匹配之证券产品或服务。此时, 投资者或会主动了解或购买证券机构评估为其不适宜购买之产品, 《个人理财业务风险管理指引》规定, 此时金融机构应向客户当面说明有关产品的投资风险和风险管理的基本知识, 并以书面形式确认是客户主动要求了解和购买产品。

四、证券机构违反适当性义务之民事责任

证券机构承担违反适当性义务之民事责任, 不但可以弥补金融消费者的损失, 更可敦促证券机构摒弃私利, 为投资者利益最大化服务。我国虽规定证券机构违反适当性义务应承担民事责任, 但却未明确指出适当性义务违反之判断标准以及该民事责任的类型, 我国学术界对此众说纷纭, 有学者指出, 违反适当性义务的民事责任属于侵权责任,^②也有学者认为该责任应是合同责任,^③实践中的司法裁判意见亦不统一。下文将主要讨论适当性义务违反之判断标准以及违反适当性义务时应承担的民事责任类型。

(一) 适当性义务违反之判断标准

如上文所述, 证券机构若未了解客户抑或未完全、准确地了解客户, 未了解其所销售之产品或服务抑或未完全、正确地了解其所销售产品或服务, 未为金融消费者推荐与其相匹配之产品或服务, 未为金融消费者揭示相关产品或服务之风险等均属违反适当性义务。在实践中, 前几项标准较容易认定, 而对风险揭示义务的认定则争议较多。在实践中, 证券机构多以投资者已手写诸如“本人明确知悉可能存在本金损失风险”等内容主张其已对金融消费者已进行风险揭示, 金融消费者亦已知悉相关风

^① 参见赵晓钧:《金融机构的适当性义务》,载桂敏杰总编,黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第7卷),法律出版社2012年版,第756页。

^② 参见鲍彩慧:《衍生品交易中买者自负向卖者有责的嬗变——以投资者适当性民事责任为视角》,载《上海金融》2017年第12期。

^③ 参见韩祥波:《金融产品销售的适当性法律问题研究——以金融产品的纠纷解决为中心》,法律出版社2017年版,第273~274页。

险,故其未违反适当性义务。然而,实际上金融消费者所签署之风险确认书或未涉及相关产品之风险,或在证券机构未对该产品之风险进行揭示的情况下而被直接签署,或于证券机构虽已进行风险揭示但金融消费者并不理解之情况下而被直接签署,因而金融消费者并未事实上了解被推介之产品或服务的风险,证券机构主张其已履行风险揭示义务并不妥当。

衡量证券机构是否尽到适当性之风险揭示义务的标准,并非仅考量其是否形式上履行了给予客户告知文件、要求客户签名、填写风险测评表等程序,更要考量是否通过前述程序真实地核对了客户的风险承受能力并依照客户的实际情况善意作出了适当揭示。^① 证券机构应当根据产品的风险和金融消费者的实际情况,如既往投资经验和受教育程度等事实,综合一般人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定告知说明义务。^② 金融消费者既往投资经验对其了解某一证券产品或服务有一定的帮助,但这并非是能够减轻证券机构风险揭示义务的抗辩理由。证券市场蓬勃发展,证券产品日新月异,不同的证券产品可谓千差万别,先前购买证券产品的经验并不必然导致对另一证券产品的风险有足够的认识,因此,虽然金融消费者具有既往的投资经历,但证券机构仍应以其能够理解的标准进行风险揭示。简而言之,证券机构必须以金融消费者能够理解的标准为其进行实质性风险揭示,仅以手写诸如风险确认书等形式揭示的,仍是违反适当性义务的。

(二)适当性义务违反之侵权责任

证券机构违反适当性义务之民事责任究竟为何种类型,学界与实务界存在侵权责任与缔约过失责任的争议,本文认为,该民事责任应为侵权责任而非缔约过失责任。缔约过失责任滥觞于罗马法时期,由耶林正式提出,其系指在合同订立过程中,因过错违反依据诚实信用原则而负有的先合同义务,导致合同不成立,或者合同虽然成立,但不符合法定的生效要件而被确认无效、被变更或被撤销给对方造成损失时所应承担之民事责任。首先,缔约过失责任是一方当事人违反先合同义务给对方造成损失而应承担的责任,适当性义务的法律属性并非先合同义务,故而违反适当性义务并非是违反先合同义务。其次,缔约过失责任是合同不成立、无效或被变更、撤销给对方造成损失时应当承担的责任,但是证券机构违反适当性义务并不必然导致合同的不成立、无效或被撤销、被变更,金融消费者的损失亦并非由合同缘由造成,而是归

^① 参见“金某某与平安银行股份有限公司南京双门楼支行委托理财合同纠纷案”二审《民事裁定书》。

^② 参见“卢某某、肖某某侵权责任纠纷案”再审审查与审判监督《民事裁定书》。

责于证券机构未为其推荐适当的证券产品或未为其揭示证券产品的风险。再次,缔约过失责任只存在于合同缔结阶段,同时亦只存在于合同缔结双方,然而适当性义务并非只限于合同缔结之前,合同缔结后证券机构亦须履行相应的适当性义务。在代销情形中,缔约双方并非证券机构与金融消费者,而是发行商与金融消费者,但证券机构违反适当性义务当然须承担相应的责任。最后,在缔约过失责任中,缔约双方任何一方违反先合同义务而给对方造成损失的均应承担责任,但适当性义务强调的是证券机构的义务,金融消费者只负有真实、完整提供证券机构所要求的信息之义务,而不负有适当性之义务,故违反适当性义务所产生的责任只会由证券机构承担。

从比较法角度来看,域外,如美国等,均将违反适当性义务之民事责任认定为侵权责任,我国一些法院亦采此种观点。^①侵权责任的逻辑前提是法定义务的存在,根据行为人若“违反保护他人之法律”就应当承担侵权责任的一般法理,证券机构在违反投资者适当性义务时承担侵权责任属法律逻辑的当然结果。^②由于证券产品交易中的信息不对称以及金融消费者限于投资知识与经验,难以了解、识别日益繁杂的证券产品,金融消费者只得信赖证券机构,同时,国务院、证监会等均出台文件规定证券机构应承担适当性义务,故而证券机构负有的投资者适当性义务属于一种以保护投资者利益为核心的法定义务。^③

侵权责任构成要件有四,即侵权行为、过错、因果关系以及损害事实。既然违反适当性义务之责任为侵权责任,则其必须符合此四要件,本文将逐一分析。首先,侵权行为较易确定,证券机构未切实了解客户、产品并对其进行分类管理,未为金融消费者推荐适当之产品或服务,未为金融消费者揭示相关产品或服务之风险或弱化、转嫁风险,此皆为侵权行为。其次,由于金融消费者在证券产品交易过程中处于劣势地位,难以举证证券机构的过错,而证券机构因相关监管之要求而保存与交易相关之各种文件,由其举证不会增加额外的负担,故而对证券机构违反适当性义务的侵权责任采取的是过错推定原则,^④由证券机构举证证明其不存在过错。在实践中,证券机构的过错主要包括未客观对金融消费者进行风险测评、违背金融消费者意志为其推荐

^① 参见“平度市丝绸有限公司、青岛富川物资贸易有限公司买卖合同纠纷案”二审《民事判决书》。

^② 参见鲍彩慧:《衍生品交易中买者自负向卖者有责的嬗变——以投资者适当性民事责任为视角》,载《上海金融》2017年第12期。

^③ 参见侯国跃、刘玖林:《经营机构违反投资者适当性制度的民事责任》,载黄红元总编,蒋锋、卢文闻道主编:《证券法苑》(第26卷),法律出版社2019年版,第316页。

^④ 参见凌文君:《金融机构违反适当性义务的民事责任》,西南政法大学民商法学2011年硕士学位论文,第17页。

高风险之证券产品、未履行告知说明义务、主动推荐“风险较大”的“经评估不适宜购买”的证券产品等。再次,证券机构违反适当性义务之民事责任采取相当因果关系说,若无证券机构之不适当推荐等违反适当性的行为,金融消费者将不会购买相关之证券产品或服务,则其损害亦将不会发生,因此,证券机构违反适当性义务之行为与金融消费者损害之间存在因果关系。最后,损害是所有民事赔偿责任的必备构成要件,金融消费者只有证明其因证券机构违反适当性义务之行为而遭受了损失才可向法院主张赔偿,若金融消费者因证券机构之不当行为而获利,则不可主张赔偿,此种损失应是纯粹经济损失。^①

五、结 语

我国有关适当性义务之规则较为繁杂,将所有金融领域包含在内,然而,不同金融领域中金融机构与金融消费者之间的法律关系是不同的,一概适用适当性义务有违公平要求。适当性义务应适用于金融消费者对金融机构信赖之领域,一般认为,适当性义务人为证券机构。然而,在证券机构不同业务中,金融消费者对证券机构的信赖程度有所不同,双方之间的法律关系亦随之不同,故而并非证券机构所有业务均有适当性义务适用之必要。适当性义务适用于证券产品买卖关系以及金融理财服务法律关系此两类法律关系中,金融消费者对证券机构存在高度信赖,证券机构基于金融消费者之信赖而应充分了解金融消费者及所销售或推介之证券产品的信息,将符合金融消费者投资目标与风险承受能力的证券产品或服务提供于金融消费者,并充分揭示该产品或服务可能存在之风险,若证券机构违反该义务,则应承担侵权之民事责任,赔偿金融消费者的纯粹经济损失。

^① 参见王志诚:《银行销售金融产品之义务与责任——规范原则与实务争议》,载《月旦法学杂志》2011年7月。