

证券公司客户适当性管理 法律责任探析

——从理念变迁到责任重置

陈 岚* 宋 哲** 李昭华*** 黄 丹****

摘要:我国证券行业自2012年行业创新大会召开以来,已全面迈入创新转型发展之路,具有复杂交易结构、依托于互联网等新型业务媒介的创新产品、服务不断推向市场。在此过程中,客户适当性管理对于维护投资者合法权益的重要性与必要性已得到了行业的广泛认同。然而,应当如何清晰的界定证券公司适当性管理法律责任,目前尚不十分明确。本文从适当性管理理念的变迁入手,结合境外资本市场先进经验,对证券公司适当性管理理念问题以及相应的法律责任进行了辨析,并提出了相关建议。

关键词:证券公司 适当性管理 了解客户
了解金融产品与服务

适当性管理的概念肇始于美国。目前,一般认

* 法学博士,光大证券合规总监。

** 就职光大证券法律合规部。

*** 就职光大证券法律合规部。

**** 就职光大证券法律合规部。

为证券公司客户适当性管理的内容包括:在向客户销售金融产品或提供金融服务的过程中,以了解客户、了解向客户提供的金融产品或服务为基础,引导客户正确认知自己的风险承受能力;根据客户的财务状况、投资目标、知识和经验以及风险承受能力等实际情况向客户销售适当的金融产品或提供适当的金融服务。自21世纪初这一概念引入我国以来,随着证券市场的不断发展,投资者适当性管理的重要性获得了更加广泛的认同,客户适当性管理的理念认识也在不断深化,但总体来看,证券公司在认识客户适当性管理上仍主要将其视作落实监管要求。我们认为:证券公司不仅应将客户适当性管理视作落实监管要求,而应作为证券公司在探索“以客户为中心”的转型战略中必不可少的内生管理要求。当前行业对“客户适当性管理”的理念探索,已大致经历了从“买者自负”到“卖者有责”的变迁,本文将从分析“买者自负”与“卖者有责”理念的局限性入手,从“金融消费者权益保护”以及“诚实信用原则”两个法律视角探析“卖者尽责”理念的合理性,对“卖者尽责”理念下的卖方责任边界进行剖析,并尝试提出“卖者尽责”理念下我国证券公司客户适当性管理的多元化法律完善建议。

一、证券公司客户适当性管理的理念变迁

(一)“买者自负”理念与其局限性

1. 关于“买者自负”的理念

“买者自负”是指市场主体在购买商品或接受服务并获取利益的同时,应自行承担其购买行为所带来的风险损失。依据“买者自负”的理念,商品的买受人在购买商品的过程中,有责任自行对商品已经存在或潜在的瑕疵予以充分的谨慎和注意,自行作出独立的识别与判断,并承担由此带来的风险。^[1]在证券领域,证券公司与客户分别作为证券金融领域的买卖双方,双方的交易行为自然也应在“买者自负”这一市场基本准则的覆盖之下。非因法定情形(如欺诈客户),对于作为买方

[1] 胡伟:“金融消费‘买者自负’原则的检视与展望”,载《金融与法律》2013年第5期。

的客户而言,自然应当为自己的投资决策负责,而不能将交易风险或已然产生的交易损失归因于证券公司或者其他的市场主体。我国《证券法》第27条规定:“股票依法发行后,发行人经营与收益的变化。由发行人自行负责;由此变化引致的投资风险,由投资者自行负责。”此外,在监管部门发布的监管规则中,“买者自负”的理念也有相应体现。如证监会2007年发布的《关于证券公司依法合规经营,进一步加强投资者教育有关工作的通知》即要求证券公司“要持续地采取各种有效方式让投资者充分理解‘买者自负’的原则,真正明白‘股市有风险,入市须谨慎’的警示”。

2. “买者自负”理念的局限性

在证券领域乃至整个金融领域,对纯粹的“买者自负”合理性的质疑由来已久。随着现代金融业的发展,金融产品设计复杂、高度专业化的趋势愈加明显,对于处于买方的投资者而言,在全面、准确理解金融产品或服务的风险特征、运作机制上的难度越来越高,加之由于卖方逐利的价值导向,在销售过程中产品宣传、信息披露往往更热衷于有选择性的披露产品正面信息,由此,金融领域买卖双方信息不对称、专业性差别等力量失衡表现较之传统的消费领域也更为突出。金融交易对买方具有高度的风险性,需要参与主体具有相应的经验、知识和风险承受能力,如果在这种情况下,不加选择的适用“买者自负”很有可能使卖方有恃无恐地利用专业优势谋取不当利益。实际上,在我国资本市场发展初期,虽然“买者自负”理念占据优势地位,但是依然受到一定的限制。如《证券法》对于信息披露的要求以及禁止欺诈、内幕交易的规定,一方面具有维持市场公正秩序的功能;另一方面在一定程度上也具有防止“买者自负”绝对化的考虑。

(二)“卖者有责”——对“买者自负”绝对化的纠正

1. “卖者有责”及其合理性

基于“卖者有责”的适当性规则于20世纪在美国肇始并逐渐发展完善,按照适当性规则的要求,证券经纪商应搜集与客户有关的信息,确保其提供适合客户的金融工具或服务。究其原因,金融产品或服务的日趋复杂化、专业化和抽象化,普通投资者在与证券公司等金融机构签订交易合同的同时,还会在某种程度上形成对证券公司专业能力的

天然信赖心理,法律需要对这种基于信赖关系的风险进行重新分配,以保护买方之利益,实现公平正义。^{〔2〕}在英美法体系下,基于该种信赖关系形成了“信赖义务”的系统理论。“信赖义务”包括了“忠实义务”与“注意义务”两个层次,在“信赖义务”的约束之下,信赖义务人既要遵守“忠实义务”的要求,不能出于自利动机阻碍相对人利益的实现;还要积极履行“注意义务”,为避免相对人利益的损失而特别加以合理注意。我国虽然没有明确的“信赖义务”法律规定,但在金融领域,客户相对于证券公司处于相对弱势地位,需要法律特别保护是一种客观存在,从法律和监管上要求证券公司向客户推荐适当的产品或服务,履行适当性管理义务,有助于在金融领域实现公平、正义的价值追求。

2. “卖者有责”在我国证券行业的落实

中国证券市场历经几十年的发展,已经认识到纯粹“买者自负”理念的局限性。参考境外先进资本市场经验,“卖者有责”的理念逐步引入中国,证券公司应当履行卖方责任逐渐被认可。这一点在行业监管领域体现得尤其明显。

2008年国务院颁布的《证券公司监督管理条例》即规定:“证券公司从事证券资产管理业务、融资融券业务,销售证券类金融产品,应当按照规定程序,了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好,并以书面和电子方式予以记载、保存。证券公司应当根据所了解的客户情况推荐适当的产品或者服务。具体规则由中国证券业协会制定。”此外,证监会等监管部门在制定相关业务的监管规则时也考虑并加入了客户适当性管理要求,明确规定证券公司在开展相关业务时需履行相应的适当性管理责任。2012年12月,中国证券业协会发布了《证券公司投资者适当性制度指引》,作为以适当性管理为中心内容的行业自律规范,该指引对证券公司在向客户销售金融产品或者以客户买入金融产品为目的提供金融服务时,应当开展的“了解客户”、“了解金融产品与服务”、“适当性管理措施”的内容与程序作出了较为详细的规定。

〔2〕 颜延:《金融衍生工具卖方义务研究》,法律出版社2014年版,第108页。

(三)“卖者尽责”——客户适当性管理理念的进一步发展

在今天“卖者有责”理念被广泛认同的情况下,应当如何理解“买者自负”与“卖者有责”的关系,是否“卖者有责”可以完全可以取代“买者自负”?我们认为,必须承认“卖者有责”对“买者自负”作了合理化的修正,在维护市场基本的交易安全的和交易效率的基础上,以法律手段对双方信息失衡的态势以及所可能导致事实上的不公平进行了调整,要求卖方承担更多的责任是合理且必要的,但“买者自负”仍有其合理存在的空间,在“卖者有责”之下完全抛弃“买者自负”是不可取的。

我们在强调金融消费者保护时候,要防止矫枉过正,金融消费者保护并不是无条件地、“一边倒”地保护弱者,须均衡好金融企业与消费者之间的利益,维护好金融市场效率和公平安全之间的均衡。^[3]在“卖者有责”的理念之下,客户在适当性管理工作开展过程中并非毫无义务。结合境外先进资本市场经验来看,客户需要承担以下责任:首先,客户负有协助义务,需要向证券公司提供真实、准确、完整的信息,主动配合证券公司完成客户风险承受能力测评等工作;其次,证券公司适当性管理并非代客户作出投资决策,客户有义务在获得充分的信息和评估建议的情况下自主作出投资决策,并最终按“买者自负”原则承担金融产品、服务的风险和损失。对此,国外学者也认为在两个先决条件具备的情况下应适用“买者自负”:一是现行证券和商品监管已经对衍生品市场进行了有效的监管;二是绝大多数因衍生品而导致之损失系因为投资者之行为(如不充分的内部控制或者贪婪)。

如果“买者自负”有缺陷,而“卖者有责”又不可以绝对化,那么势必在买方的风险自担责任与卖方的适当性管理责任存在一定的分野。按照“卖者有责”的理念,如果证券公司未能恰当、充分的履行客户适当性管理责任,自然要承担相应的法律责任。首先,证券公司在监管上要承担相应的行政处罚后果,这在我国《证券公司监督管理条例》以及其他监管规则已有所体现;其次,证券公司应当承担相应的民事责任,客户有权通过诉讼途径要求证券公司赔偿其经济损失。那么,对于作

[3] 杨东:《金融消费者保护统合法论》,法律出版社2013年版,第55页。

为卖方证券公司而言,为避免承担相应的法律责任,必然有动力按照相关法规的要求全面履行客户适当性管理责任,但是适当性管理责任具体应当包括哪些在法律意义上必须履行的义务?这些义务的履行至何种程度可以认为证券公司已经恰当履行?这种义务是否没有边界?目前来看,我国有关民事领域的法律规范尚缺乏关于证券服务提供者与客户进行金融商品或服务交易相关义务的全面规定。

尽管存在上述问题,但依然需要承认,片面强调“买者自负”或“卖者有责”均有其缺陷。买方需要履行一定的义务,但并不意味着只要对买方出现不利的交易后果或者投资损失,卖方就需要替代买方承担不利后果。相反,如果卖方依法充分履行了适当性管理义务,即使买方的交易行为存在固有的风险或可能损失,只要此前的适当性管理不存在瑕疵,买方必须对交易结果承担最终责任。

因此,我们认为:卖者有责不是没有边界的卖方有责,“卖者尽责”更能够准确的概括证券公司与客户之间基于适当性管理而产生的权利义务关系。

二、“卖者尽责”合理性法律探析

(一)金融消费者权益保护视角下的“卖者尽责”

基于生产者、经营者与消费者在专业性差别、信息不对称的客观情况,在经济法范畴之下,消费者权益保护更侧重于弱势群体权益的特殊保护。通过适度的国家干预,在不限制缔约自由的前提下,对民事法律关系之下的一方主体赋予更多的保护性权利,进而实现公平与秩序的价值追求。

我国《消费者权益保护法》第2条规定:“消费者为生活消费需要购买、使用商品或者接受服务,其权益受本法保护;本法未作规定的,受其他有关法律、法规保护。”按照一般理解,对于从事证券、金融产品投资的客户而言,其购买或接受证券公司各类金融产品或服务的行为显然不能为“生活消费”所涵盖,也就是说,证券公司客户的权益保护并不在《消费者权益保护法》的规范范畴之列。对此,参照国内学者给出

的解释,在传统消费者法理论框架之下,消费者对于商品、服务的消费不应以营利为目的,正是“营利性”这一特征构成了资本市场上个人投资者获得传统消费者法上“消费者”身份和相应保护的最大障碍。^{〔4〕}对于这一传统观点,目前学界多数认为其具有一定的狭隘性,“金融消费者投资行为的基本价值预设在于通过多样化的投资举措以分散、降低生活中人身及财产方面的诸多风险,并在此基础上实现个人财富的保值增值”。^{〔5〕}“生活消费不仅应包括为生存、发展和享受需要进行的消费。金融消费者,特别是诸多新型金融产品购买者,虽有盈利动机,但出于自身发展需要,即便盈利,也未超出生活消费之范畴”。^{〔6〕}从境外立法经验来看,从法律层面明确接受金融机构的服务为金融消费行为以及确立金融消费者的概念,建立专门的法律保护机制乃是大势所趋。以美国2010年通过的《多德—弗兰克法案》为例,该法案对金融消费者进行了定义:“金融消费者包括个人以及为个人利益服务的金融机构、受托人和代表行为。”依据该法案,美国还在美联储之下成立了专门保护金融消费者利益的机构。又如,我国台湾地区2011年制定实施的“金融消费者保护法”,按该“法”第4条规定,金融消费者指接受金融服务业提供金融商品或服务者。此外,英国、日本也在其相关立法中确立了金融消费者的保护机制。

回归到消费者权益保护的所追求的价值本源,金融领域买卖双方信息不对称、专业性差别等力量失衡表现较之传统的消费领域更为明显。因此,不论是否承认金融消费或金融消费者的概念的存在,都有必要建立对买方客户尤其是中小投资者的倾斜性利益保护机制。因此,证券公司作为经营者,通过国家法律干预,将适当性管理上升为法定义务,是符合消费者权益保护的价值观念的,但任何事情都会过犹不及,在消费者权益保护领域,首先要注重的是保护消费者权益、加重经营者义务,同时,也要平衡好经营者、消费者之间的利益分配。我国《消费者权益保护法》也明确,法律所保护的消费者权益系“合法”范畴下的

〔4〕 杨东:《金融消费者保护统合法论》,法律出版社2013年版,第60页。

〔5〕 张伍愚、刘敏:“金融消费者感念合理性探析”,载《法制与社会》2010年12月(下)。

〔6〕 吴民许、杨奕:“《消费者权益保护法》修订中的金融消费者保护问题”,载《中国流通经济》2010年第12期。

权益,尽管公平交易权更多的倾向于保护消费者,但是交易行为本身的公平性也是双向的,对证券公司客户投资者权益保护也是如此。因此,在消费者权益保护的视角下,“卖者尽责”理念更加具有合理性。

(二) 诚信信用原则视角下的“卖者尽责”

在金融领域,买方双方是参与金融法律关系,依法享有权利、承担义务的当事人。从证券公司与客户之间所建立的业务关系来看,由于金融机构与客户在交易过程中所扮演的法律角色以及具体交易性质的差别,而形成具有不同性质的法律关系。例如,传统经纪业务可能被理解为委托关系或者行纪关系,融资融券业务中存在着借贷关系、委托代理关系、信托关系。但是无论何种产品或业务,基于双方缔约的存在,合同当事人均应当信守契约精神。

我国《民法通则》规定,民事活动应当遵循自愿、公平、等价有偿、诚实信用的原则,尤其是诚实信用原则,作为民法中的“帝王条款”,它不但指导着当事人在法律关系建立、存续以及结束全过程的权利和义务履行,而且,还是法官解释法律、补充法律漏洞的原则与依据,也是法官解释合同、遗嘱等法律行为进而调整当事人之间以及当事人与社会利益冲突的原则和依据。^[7] 尤其是随着民法理念的发展,在现代民法中,诚信原则及其体现在民法各领域中的具体制度对于民事主体的要求大致都是经历了从单纯的“无害他人”向在特定情形下“适当的关爱他人”的转变。^[8] 证券公司对作为对手方且相对弱势的客户,主动了解客户风险承受特征,进而评价客户是否适合购买某一特定的产品或服务,可以视作诚实信用原则的进一步深化。

诚实信用原则的基本要求是法律关系主体双方要互相诚实守信,不得以欺诈行为谋取自身的不正当利益。证券公司在向客户提供金融产品或服务的过程中,需要了解向客户提供的金融产品或金融服务,向客户充分披露产品的风险收益特征,不得向客户披露虚假信息或者夸大宣传进而诱导客户做出错误的投资决策;而客户也应遵循诚实守信原则,在证券公司恰当履行适当性管理义务的前提下,自行为其投资行

[7] 李永军:《民法总论》,法律出版社2006年版,第95-96页。

[8] 王轶:《民法原理与民法学方法》,法律出版社2009年版,第54页。

为的后果负责。从该角度出发,“卖者尽责”显然体现了诚实信用原则的要求。

从合同法的角度来看,我国《合同法》第42条规定:“当事人在订立合同过程中有下列情形之一,给对方造成损失的,应当承担损害赔偿责任:(一)假借订立合同,恶意进行磋商;(二)故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况;(三)有其他违背诚实信用原则的行为。”根据《合同法》之先合同义务的规定,客户适当性管理还是缔约双方履行先合同义务的体现。先合同义务本身建立在诚实信用原则理论基础之上,是诚实信用原则在合同法领域的具体细化。作为一种法定义务,先合同义务主体具有特定化、相对化的特点,缔约当事人因签订合同而相互接触磋商,至合同有效成立之前,双方当事人依诚实信用原则互负协助、通知、告知、保护、保密、忠实等义务。具体到证券公司客户适当性管理行为而言,一般发生在投资协议订立之前,这与先合同义务出现于双方为签订合同而互相磋商时是一致的。^[9]

此外,先合同义务还是缔约主体双方互负义务,非单方义务。具体到客户适当性管理而言,证券公司履行先合同义务具体表现为了解客户风险承受能力等信息,与拟提供给买方的产品风险特征相匹配,告知客户其适当性评估结果;对于作为买方的客户而言,其履行先合同义务的表现为真实、准确、完整的向卖方提供信息,同时根据卖方所披露的信息和评估结果自行作出是否缔约的决定。因此,从先合同义务的角度分析,“卖者尽责”可以充分体现先合同义务的双向性,而不是过分强调某一方的单方义务。

三、“卖者尽责”理念下的卖方责任边界

(一)关于证券公司“卖者尽责”边界的微观讨论

在“卖者尽责”的基本理念之下,证券公司客户适当性管理的范围

[9] 武汉大学课题组:“投资者保护法律制度完善研究”,载《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第393~436页。

及责任应予以适当限定,我们认为,在微观视角下,证券公司客户适当性管理的边界应从以下几个方面进行明确。

1. “了解客户”的边界

“了解客户”是以向客户提供适当的金融产品或服务为目的,向客户了解其与风险承受能力相关的信息。根据中国证券业协会《证券公司投资者适当性制度指引》的规定,证券公司与客户建立业务关系时,应当了解客户的姓名(或名称)身份、住址、职业等基本信息,在向客户销售金融产品或提供金融服务时,还需了解财务状况、投资知识、投资经验、投资目标、风险偏好等相关信息。对于“了解客户”的边界,我们认为应当有以下限制。

(1) “了解客户”的时点限制

“了解客户”涉及的信息属于客户的个人私密信息,证券公司及时跟踪上述信息,确认信息的准确性方面存在困难,而且客户的财务状况、投资目标、风险偏好等信息随时间变化或者因客户的主观因素产生相应的变动。因此,基于某一时点的“了解客户”及与之配套的适当性管理措施完成以后,后续客户信息的变动,不影响此前已完成交易的金融产品或服务的适当性评估结果。客户也不得以证券公司未履行适当性管理责任为由,要求证券公司承担相应的责任。

上述判断主要基于:首先,对于客户持续接受的产品或服务如融资融券交易,客户在影响其风险承受能力的投资目标、财务状况等重要因素发生变化以后,作为理性人对其是否继续该项投资行为具有判断和控制能力,可以及时终止或者退出该项投资,有实现防止损失扩大的自力救济的机会;其次,对于不能及时终止或退出的金融产品,为保护交易安全和交易秩序,也不应因后续客户信息的变化而否定其之前的交易结果。

当然,如果客户信息发生变化并及时告知证券公司,那么作为金融产品或服务的卖方而言,证券公司有义务主动对客户风险承受能力进行重新评估,并以该评估结果作为向客户提供后续产品或服务时进行适当性管理的依据。

(2) “了解客户”应与金融产品或服务实质关联

“了解客户”的目标在于根据客户提供的信息对客户风险承受能

力予以判断,并根据该判断向客户提供适当的产品或服务。因此,客户适当性管理中的了解客户信息是否恰当、到位,应以该信息是否对客户风险承受能力构成根本性影响为边界。对于客户风险承受能力判断的其他信息或次要信息不应构成证券公司未恰当履行客户适当性管理的判断因素,客户也不得以卖方未了解上述信息为由要求证券公司承担赔偿责任。

(3)“了解客户”的基础源于信息的真实提供

在“了解客户”的过程中,证券公司需要了解客户收入、家庭资产等各种隐私信息,出于各种考虑,客户拒绝提供或提供虚假信息的情况比比皆是,由此导致证券公司对客户风险承受能力、投资期限、投资目标等适当性管理责任无法真正落实。就客户行为而言,客户不提供信息或提供虚假信息的行为是其对自身审慎义务的一种忽视,而要求证券公司通过其他手段去搜集客户真实信息也是不利于市场效率的。在该情形下,由于客户原因所导致证券公司无法恰当履行适当性管理职责,证券公司自然不应承担任何责任。

2.“了解金融产品与服务”的边界

现代金融产品复杂化的趋势越来越明显,对于作为买方的客户而言,要完全理解金融产品或服务的风风险性质是非常困难的。现代经济学研究表明,参与金融市场的投资者并不是完全的理性人,而只具有有限之理性;理性并不是投资者决策的全部,人的心理因素在决策中扮演着重要的角色。^[10]作为专业从事金融产品、服务设计或销售工作的证券公司,基于客户的信赖理应对自己销售的金融产品或服务进行了解调查。就证券公司“了解金融产品或服务”而言,同样存在合理确定其边界的问题。

(1)以产品或服务的合法合规性为基本前提

产品或服务自身合法合规性是客户利益保护的第一道屏障,证券公司向客户提供的金融产品或服务应当符合法律、行政法规以及相应的监管要求。在金融产品或服务合法、合规运营的前提下,客户风险承受能力与产品风险承受能力相匹配的交易应当充分体现买者自负的

[10] 何大安:“行为经济人有限理性的实现程度”,载《中国社会科学》2004年第4期。

原则。

(2) 科学、合理的评估金融产品或服务的风险

金融产品或服务自身的风险因素具有多样化的特点,建立一套可以适用于市场上所有产品或服务的标准化风险评价体系是不现实的。但是,这并不意味着证券公司对金融产品或服务的风险评级可以随意为之。其产品或服务风险评级的合理性评判,可以参照市场上多数主体对该产品的风险评级方法和评级结果予以考量。

3. 适当性管理措施的边界

“了解客户”、“了解金融产品与服务”都是证券公司为履行适当性管理措施服务的基础准备工作,客户适当性管理的核心内容在于包括信息披露、风险揭示、风险匹配等在内的适当性管理措施。对于客户适当性管理措施的边界,我们认为应包含以下几点。

(1) 是否充分披露产品的风险特性

信息披露制度是金融交易的基础和前提。金融产品、服务的专业性和复杂性使买卖双方信息获得及认知上不对等,尤其是金融衍生产品的发展,其专业性、复杂性已经超越了一般人对金融产品的认知水平,证券公司对产品信息占据绝对优势地位。在卖者尽责的要求之下,证券公司需向客户披露金融产品或服务的相关信息,不仅披露有益于产品销售的信息,而且需着重披露产品的风险信息。这里所说的产品风险信息既包括产品自身所具有的流动性风险、信用风险、市场风险,也要涵盖协议双方在权利、义务上的规制,尤其对免除或加重一方责任的格式条款。

(2) 关于信息披露的程度

信息披露本身是有成本的,如果义务要求太苛刻,可能造成金融服务业者耗费过多的成本,伤害本就脆弱的金融业。^[11] 另外,虽然传统经济学中假设人是完美的、理性的,会使用所获得的信息,制定出符合效用最大化的最优决策,但行为经济学认为人是有限理性的,对一般投资大众来说,信息过载可能发生认识偏误。^[12] 那么,在证券公司履行

[11] 林育廷:“论金融专业人员之信赖业务”,载《东吴法律学报》2009年第24卷第4期。

[12] 杨东:《金融消费者保护统合法论》,法律出版社2013年版,第177页。

适当性管理责任的过程中,应当如何确定恰当的信息披露程度?

英国 FSA《规范金融机构销售与建议之行为准则》要求金融机构以简单且白话的语言编制相关报告,对所使用专业名词需进一步解释,且传达的信息要明确且清晰。而日本学界一般认为以大多数人的理解程度为基准,因此判断金融机构履行说明义务是否恰当,必须以一般知识水平的金融消费者能够理解金融商品为准。对于知识经验特别缺乏的顾客,金融服务业者如能尽到上述程度的说明义务就可以免责。^[13]由此可见,日本对于信息披露方面的要求是达到一般知识水平的金融消费者能够理解金融商品为准,证券公司提供了符合该标准的信息披露内容,但并不意味着证券公司需要确保每位客户能够从内心理解信息披露内容的含义。

此外,在日本相关立法中对说明义务的内容要求还包括:商品本身的结构与性质、市场风险、信用风险等会造成本金亏损的风险原因。在销售该金融产品的时候,还必须对顾客说明以下几个事项:(1)该金融商品的销售关于其利息、通货价格或因其他有价证券市场行情变动会导致产生本金亏损的可能时,其内容或指标;(2)由于金融商品的销售者或其他人的业务或财务状况发生变化,导致可能发生本金亏损时,其内容及当事人;(3)除上述两项外,其他在金融商品销售环节会影响顾客判断的内容及事由,如果该事项可能以政令所规定的事由为直接原因导致可能发生本金亏损;(4)对金融商品销售所规定的权利期间的限制,或解除金融商品合同的期间限制。^[14]从上述内容来看,日本对信息披露的要求的特别之处在于要求披露在客户本金发生亏损时其内容与指标、金融产品销售方自身财务状况变化导致客户买入的金融商品发生本金亏损的情况。

结合英国和日本的经验,对于我国证券公司在信息披露方面的启示是:第一,在信息披露的表达方式上要关注客户的理解和接受能力,以使信息披露能够对多数客户达到较好的理解效果,但是证券公司的

[13] [日]冈田则之、高桥康文:《逐条解说金融商品贩卖法》,财团法人金融财政事情研究会 2001 年版,第 97 页。

[14] 杨东:《金融消费者保护统合法论》,法律出版社 2013 年版,第 181~182 页。

信息披露义务并不意味着需要确保客户已经完全从内心了解信息披露内容的含义;第二,信息披露需要向客户揭示其具体内容或者指标,尤其是重视对影响客户本金损失情形的披露。

(3)关于风险匹配的限制

我国证券行业对于金融产品或服务与客户风险承受能力之间的匹配,一般采用由证券公司根据客户的风险承受能力等级与金融产品或金融服务自身的风险等级进行匹配,从而判断客户接受某一产品或服务的适当性。该种适当性匹配规则简单易行,方便操作。但是也存在一定的问题,即目前市场上不存在统一的、普遍认可的产品、客户风险评级的标准和方法,各证券公司对于两者的评级各自设计了一套体系,这些评级的方法、标准又存在差异。对于同一种产品而言,在一家公司的风险评级可能是高风险,而另外一家公司可能认为其属于中风险,同样,对于客户的风险评级也可能存在这种问题。因此,如果仅从结果上来看两者评级是否相符,可能无法准确判断证券公司是否恰当履行了适当性管理义务。

我们认为,客户与产品的风险匹配,重点不在于客户风险承受能力等级与产品风险等级的结果匹配,而在于客户投资期限、投资品种等具有客观性特点的关键要素与产品或服务的对应要素的匹配,如果忽略这些关键要素的匹配,那么风险匹配在很大程度上将沦为无法评估其合理性和科学性的形式工作。

(二)“卖者未尽责”的法律责任及问题

如果能够在“卖者尽责”理念下,为证券公司承担的适当性管理义务划定一定的界限。那么未依法恰当履行适当性义务的证券公司,必须承担不利的法律后果。该种不利的法律后果既包括行政责任,也包括民事责任。

1.“卖者未尽责”的行政责任

就行政法规层面的《证券公司监督管理条例》而言,该条例制定于行业综合治理工作基本完成后,其立法宗旨在于国家行政管理部门为进一步规范证券公司经营行为,促进证券公司依法合规、审慎、诚信地开展业务,并保护客户的合法权益和社会公共利益。因此,在法律责任的设定上,《证券公司监督管理条例》第84条明确了作为行政相对人

的证券公司在不履行或消极履行行政义务的情况下所面临的行政处罚后果。从行政处罚的社会功能而言,行政处罚着眼于预防违法行为的发生即通过增加额外义务或限制权利的方式以实现一般预防和特殊预防,不同于民事责任着眼于对受害人的补偿或被损害权益的恢复。所以,《证券公司监督管理条例》所规定的证券公司违反适当性管理义务属于行政法范畴的行政义务,违反该义务的法律后果为行政相对人只承担行政处罚后果,并不自然产生对客户的民事责任。

除《证券公司监督管理条例》所规定的行政责任外,证监会、证券业协会等制定的关于适当性管理的一系列监管规定、自律规则,在立法取向上同样注重于证券公司经营规范性的行政管理与自律管理,在法律责任注重于行政责任。

2. “卖者未尽责”的民事责任

目前,向监管部门投诉是解决解决客户适当性管理纠纷的主要途径,行政监管介入以及相应的行政处罚,客观上能够起到促进证券公司规范经营效果,但是并不能取代民事责任的重要性。民事责任兼具补偿、教育、制裁的功能,能够有效剥夺违反者通过不法行为所获的非法利益,补偿受害人因此受到的损害。^[15] 因此,只有让客户自由的通过民事诉讼途径,以明确的损害求偿法律依据和有效的诉讼途径获得民事赔偿救济,才能将投资者权益保护落到实处。然而,目前我国对于违反适当性义务的民事责任追究却不甚明确。分析如下:

(1)金融消费客户的权益保护,目前尚不在《消费者权益保护法》的规范范畴之内,因此证券公司客户无法以《消费者权益保护法》为法律依据,以证券公司损害其知情权、公平交易权等为由要求损害赔偿。

(2)就民法领域而言,鉴于诚实信用原则作为抽象的法律原则,在具体化之前并不具有很强的适用性,现实中,法院直接适用诚实信用原则作为适当性管理纠纷的判决依据的情况是比较少见的。相反,以“从事购买行为的主体自行承担购入的风险和损益”为核心的“买者自负”事实上是当前法院审理相关适当性纠纷的主导性裁判理念,司法机关对于金融机构应当向客户承担的忠实和注意义务关注并不够,以

[15] 颜廷:《金融衍生工具卖方义务研究》,法律出版社2014年版,第87页。

诚实信用原则寻求法律救济的可靠性存在不足。

(3)从合同法所规定的先合同义务以及因违反先合同义务所产生的缔约过失责任入手,是否能够作为解决适当性管理纠纷有效的救济途径?缔约过失责任,是指当事人在订立合同过程中,因过错违反依诚实信用原则负有的先合同义务,导致合同不成立,或者合同虽然成立,但不符合法定的生效条件而被确认无效、被变更或被撤销,给对方造成损失时所应承担的民事责任。结合对缔约过失责任的相关规定,证券公司作为金融产品或服务的提供方,理应在缔约行为之前,告知客户合同所涉标的相关的信息,根据诚实信用原则尽到相应的告知、说明义务。如果故意隐瞒与合同有关的重要事实或者提供虚假的情况,则视为其违反了先合同义务,需要承担相应的赔偿责任。

基于以上论述,我们认为,从缔约过失责任的角度出发,可以以证券公司未充分履行先合同义务为由,追究证券公司的故意隐瞒金融产品、服务重要信息或者提供虚假信息的赔偿责任,但是以缔约过失责任作为确立民事责任的依据,也存在若干问题:

(1)赔偿范围难以确定。一般认为,缔约过失责任的赔偿范围仅限于信赖利益,信赖利益的损失包括直接损失和间接损失。直接损失是指因为信赖合同的成立和生效所支出的各种费用,如订约费用、准备履行费用及支出上述费用所失去的利息等。间接损失是指如果缔约一方能够获得各种机会,而在另一方的过错导致合同不能成立的情况下,使这些机会丧失。如果以缔约过失责任追究证券公司未能充分履行适当性管理义务而造成的赔偿责任,对于直接损失、间接损失的计算以及证券公司缔约过失责任与客户损失之间的因果关系如何确定?如果界定范围过宽,则会导致证券公司承担责任过重。

(2)缔约过失责任的前提是由于一方因违反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条件而被确认无效、被变更或被撤销,给对方造成损失。也就是说,在适当性管理法律纠纷中,仅能适用于合同不成立、无效、被变更、被撤销等情形,在证券公司向客户提供金融产品或服务过程中,合同不成立、无效、被变更、被撤销是少之又少的。

(3)在证券行业这个具有高度专业性的金融领域,合同法意义上

的先合同义务虽然与适当性管理在法理上是契合的,但是传统合同法意义上以依诚实信用原则所确定的互负协助、通知、告知、保护、保密、忠实等义务内容的先合同义务,并不能完全覆盖适当性管理的内容,也无法真正揭示“卖者尽责”之下对卖方履行义务的程度。证券公司客户适当性管理在实施中,更多地表现为证券公司主动了解客户信息进而进行适当性匹配工作的过程,在适当性管理工作中也存在许多不同于一般民事意义上先合同义务的特性。以先合同义务作为裁判依据,可以解决部分适当性管理纠纷,但是由于无法充分体现金融领域基于适当性管理而产生的先合同义务的内容,从而导致在适用上可能出现偏差。

综上,缔约过失责任在解决证券领域的客户适当性管理纠纷的应用受到一定的限制,对于已经缔约且由于客户适当性管理引起的纠纷应如何明确民事责任,在既能实现投资者权益保护的同时,避免过分加重证券公司的责任,需要建立更为清晰的法律路径。

四、“卖者尽责”理念下完善我国证券业客户适当性管理的建议

(一)提升立法层级,在《证券法》中规定证券公司的适当性管理义务

目前我国的适当性管理立法停留在行政法规、部门规章以及其他规范性文件的层面,在立法的指导思想上,主要侧重于对证券公司行为规范性的监督管理,对作为市场另一主体的客户而言,其在适当性管理过程中的参与义务以及权利限制考虑并不充分。在法律责任的承担上,证券公司未恰当履行客户适当性管理义务更多的是承担行政责任与监管责任。

2005年我国颁布的《证券法》第143条、第144条、第147条分别在不得接受客户全权委托、不得承诺收益、妥善保存客户资料等方面,对证券公司规范经营行为重要准则作出了相应规定,但对规范金融交易、实现金融市场公平与正义具有重要意义的客户适当性管理并未体现。鉴于适当性管理在证券业务领域的重要性,有必要在《证券法》中

加以明确,以提升适当性管理立法等级。

在《证券法》中规定客户适当性管理,我们认为应该贯彻“卖者有责”理念,不能将其简单的作为证券公司在开展业务过程中的一项单方义务,而是要明确双方的权利、义务关系。为了加强民事责任追究,建议在《证券法》中明确规定,证券公司如违反适当性原则,给客户造成实质性损害结果时,应承担相应的赔偿责任;同时,相应的对证券公司履行适当性义务作一定的边界限制,在其已充分履行义务的同时,客户应对购买金融产品或服务行为后果自行承担相应的风险与损失。

鉴于《证券法》作为金融主体法的地位限制,无法提供充足的空间体现证券公司客户适当性管理的具体内容,在《证券法》中对适当性管理的规定可能是概括性的,需要进一步交给其他立法加以细化。

(二) 制定专门的《金融消费者权益保护法》

根据前文所述,我国《消费者权益保护法》将消费行为限制于生活消费,目前金融消费行为并不受《消费者权益保护法》的保护,理论上,我们可以修改《消费者权益保护法》,将金融消费行为纳入法律保护范围之列,金融消费者同样享有知情权、公平交易权等普通消费者所享有的权利。但是,鉴于金融消费行为与传统消费在消费对象上有很大的区别,传统意义上的《消费者权益保护法》难以体现金融消费的特点,普通消费领域的知情权、公平交易权等权利概念也不足以完全覆盖证券公司客户适当性管理的内容。因此,参照国际立法趋势,建议制定专门的《金融消费者权益保护法》,按照证券行业适当性管理的特点,对适当性管理的要求作出细化规定。

在金融领域,由于证券、银行、信托等不同的金融行业均有客户适当性管理的要求,且在适当性管理上的具体操作上极为相近,因此制定《金融消费者权益保护法》,不仅可以解决证券行业客户适当性管理问题,而且可以实现对金融领域适当性管理问题实现统一立法,同时也解决了《证券法》、《消费者权益保护法》所存在的立法空间不足问题。

我们认为,《金融消费者权益保护法》在立法上也应贯彻“卖者尽责”的合理理念。一方面,细化客户适当性管理的内容,对客户适当性管理的关键节点,如了解客户、了解金融与服务、适当性管理具体措施等方面作出标准化的执行要求,建立具有普遍适用意义的评价标准;另

一方面,充分体现买卖双方的权利、义务以及免责事由等内容。此外,鉴于当前互联网金融业务方兴未艾,而互联网线上业务与线下业务的客户适当性管理基本原则应保持一致。因此,建议《金融消费者权益保护法》应当紧密结合证券行业创新的趋势,明确以互联网为载体开展的金融业务,同样需要贯彻“卖者尽责”理念,相关金融机构应以合理的形式开展客户适当性管理工作。

关于我国立法中缺少对适当性管理法律责任的规定,尤其是民事责任的缺憾,也可以在《金融消费者权益保护法》中加以解决,从而弥补当前只能以行政责任替代民事责任,导致客户没有私权救济途径的法律漏洞。在举证责任分配上,可以适用举证责任倒置,由证券公司提供客户适当性管理的留痕文件,以证明其已尽到充分的适当性管理义务。如果确有证据证明证券公司在适当性管理中并无明显瑕疵,那么客户理应为自己的行为承担责任。

(三) 建立多元化的金融纠纷解决机制

伴随着证券行业金融创新,证券产品、业务复杂化、专业化的趋势愈加明显,因客户适当性管理引发的客户纠纷未来将会呈现高发态势。我们除了应该为投资者提供更加明确、清晰的法律救济依据和途径之外,也应充分考虑司法途径或是监管投诉之外的其他纠纷解决之道,毕竟对于中小投资者而言,司法诉讼程序耗费的资金成本、时间成本很可能成为阻碍其维护合法权益的另一道障碍。

因此,我们建议,可以充分发挥证券业协会的证券纠纷调解机制的作用。在对证券行业的认识和对适当性规则的把握上,证券业协会及相关调解人员具有其他组织所不具备的优势,也具有相对的中立性和公正性,有助于因适当性管理所引发纠纷的快速、灵活解决。