

金融机构的适当性义务

赵晓钧*

摘要:在全球金融监管体制经历深刻变革的背景下,投资者权益保护主题的重要意义得以凸显。充分的投资者保护取决于金融机构的专业态度和专业职责的履行,据此,金融机构负有根据投资者的知识储备、风险承受能力、投资目标等具体情势,向其提供量身定制投资服务的“适当性义务”。此项义务通过调整金融机构向公众投资者提供投资服务的行为,对金融机构与公众投资者间进行利益再平衡。鉴于适当性义务的履行将不可避免地增加金融机构的运营成本,并极有可能影响投资者的利益,因此,明确界定适当性义务的适用范围也是构建整个制度亟待明确的内容。

关键词:适当性义务 金融机构 投资者保护
掌握客户信息 风险揭示

充分的投资者保护取决于金融机构的专业态度和专业职责的履行。在 21 世纪初的十几年间,全球金融机构经历了金融监管体制的深刻变革,转而关注在金融创新步伐不断加快的背景下其向投

* 上海证券交易所投资者教育部员工,法学博士、博士后。

投资者销售的金融产品或推荐的金融服务是否事实上“适合”每位投资者。正如巴塞尔委员会于2008年4月在联合论坛^①公布的相关研究成果中所指出的,投资适当性(investment suitability)的重要意义正在逐渐引起关注,相关监管规则也呈现出全面融合的趋势。为更加有效地规范金融机构的市场行为,保护投资者权益,有必要对金融机构的适当性义务进行深入分析。

一、适当性义务与投资者保护

“投资者适当性”最早出现在美国证券投资领域,距今已近一个世纪,是经纪人应当承担的一项重要义务(suitability obligation),其与信息披露和防止欺诈并称为联邦证券法中的重大哲学问题。^②最初在美国出现时,适当性仅为自律组织证券交易商协会(NASD)对其注册经纪人的道德指引,尚不具备强制性约束力。此后,经由证券交易委员会(SEC)的裁决转化为经纪人应当承担的重要义务。

作为投资者权益保护的一项制度设计,投资者适当性与美国《证券法》(1933年)和《证券交易法》(1934年)中的“反欺诈”条款不无联系。在美国证券法历史上,“反欺诈”条款一度被看作投资者权益保护的“有效工具”,但是其有关程序性的规定在保护投资者权益方面尚存在不足;为矫正上述条款的不完善之处,以“经纪人是投资者利益默示代表”假设为基础的“挂牌理论”应运而生。该理论通常适用于经纪人为谋取自身利益而牺牲投资者利益的情形,而投资者此时往往难以举证证明经纪人实施了“证券欺诈”,典型的情形如经纪人以不合理市场

① 巴塞尔银行监管委员会:联合论坛(Joint Forum):“在金融商品和服务的零售服务中的投资者适当性”(Customer suitability in the retail sale of financial products and services)。该报告将零售界定为向个人投资者的销售(sales to private investors)。

② Lipton, The Customer Suitability Doctrine, in PLI Fourth Annual Institute on Securities Regulation 273, 93 (R. Mundheim, A. Fleischer, Jr. & J. Schupper eds. 1973)。

价格从事证券交易并从中获利。^③与适用“挂牌理论”类似的是,在应当履行适当性义务的情形中,经纪人与投资者间通常存在实质性的“利益冲突”(substantial conflicts of interest),而这显然有悖于经纪人基于委托关系而向投资者应当承担的受托义务。尽管“挂牌理论”和适当性义务都旨在通过约束经纪人的行为以保护投资者的合法权益,但基于下述理由,“投资者适当性”又被看作在“挂牌理论”的基础上获得的进一步“发展”:其一,在大多数案例中,“挂牌理论”尚属普通投资者期待经纪人应当在向其提供服务时遵守的“交易惯例”,而适当性(如FINRA2111, suitability)则发展成为经纪人必须遵守的商事行为规则(business conduct rules)的重要内容;其二,根据“挂牌理论”,投资者不可能寄期望于经纪人在向其推荐股票时尽努力确保其了解所销售的产品或推荐的服务适合投资者的投资目标、投资组合及财富管理的需要,但是,适当性义务则为保护投资者的权益而发展成经纪人应当承担的法定义务。投资者据此可以对经纪人产生“信赖”。

值得注意的是,尽管目前适当性已经事实上成为经纪人在向投资者提供相关服务时应当承担的特定义务,但对于是否应当承担此项适当性义务仍存有分歧。反对经纪人受“投资者适当性”约束的理由主要为,承担该职责可能迫使经纪人为履行适当性义务而仅向证券投资者推荐更为保守的投资,这将极大地减少金融机构作为创新企业的资金来源(a source of financing for venture capital enterprises),^④并将一定程度上制约金融创新的发展。因为,总体上,证券投资的风险越大,适合参与投资的群体越小,根据适当性义务的要求应当披露的信息范围越广泛,证券经纪人的职责越重。但是,不容否认的是,金融机构根据完善的规则以及相应的程序设计履行适当性义务,也有助于降低自身在金融创新过程中可能面临的诸多风险。金融创新活动在打破传统金融业分工与垄断格局的同时,也使得金融机构在获取高收益的同时面临较高风险。因此,有必要通过完善的制度构建与评估环节设计降

^③ Arvid E. Roach II, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, in Hastings L. J. pp. 1069, 1977 - 1978.

^④ Rober H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker - Dealers: The Suitability Doctrine*, in Duke Law Journal, Vol. 1965. No. 3. pp. 445 - 480.

低金融机构在业务创新与推广过程中所面临的经营风险。此外,在证券市场以及监管体系尚不完善的背景下,有必要进一步明确并规范金融机构从业人员的销售行为,避免从业人员在向投资者推荐金融产品时面临较大的操作风险以及因目标投资者不具备与金融创新产品或业务相匹配的投资知识、投资经验和风险承受能力而可能引发的较突出的信用风险。

适当性义务作为保护证券投资者,尤其是缺乏证券投资知识、投资经验和风险承受能力的零售投资者合法权益的制度设计,通过要求金融机构承担将金融产品仅推荐给能够理解产品本身及投资机会,并能承受投资损失的投资者实现保护投资者的目的。随着证券市场向纵深发展,金融产品的复杂性以及由此产生的风险有所增加,大量研究表明,即使是较为专业的机构投资者也容易对相对复杂的金融产品的外部信用和风险评级产生依赖,从而忽视自身对产品风险的尽职调查。因而,有必要进一步分析并明确金融机构履行适当性义务的对象。

在欧盟,根据《金融工具市场指令(MiFID)》的规定,金融机构不仅对零售投资者,也对包括合格投资者在内的专业投资者承担适当性义务,区别仅在于向后者承担的适当性义务并非如前者般繁杂。金融机构可以根据欧盟委员会第二层次指令(the Level 2 Commission Directive)的规定,推定专业投资者具有从事投资所必要的投资经验和投资知识,在财力上也能够承担与投资目标一致的投资风险,因此,投资公司在收集投资者信息并评估适当性时,只需要考虑投资者的财政地位和投资目标。与此不同,美国新近生效的金融业监管局(FINRA)规则第2111条(b)在继受此前NASD有关“机构投资者”概念^⑤的基础上,规定会员经纪人在满足相应条件后,可以在提供证券交易或投资策略

⑤ 即任何总资产达5000万美元的实体。

服务时不适用适当性规则的规定,即对机构投资者不承担适当性义务。^⑥ 豁免承担适当性义务的具体条件主要有,经纪人应有合理的理由确信,机构投资者有能力独立分析全局性或者特定投资策略的风险;机构投资者此时正在对经纪人向其提供的投资推荐实施独立评估或判断;机构投资者明确表示其正在就评估投资推荐实施独立判断。在澳大利亚,相关监管规则规定,投资顾问只有在向零售投资者提供具有针对性的个人金融产品建议时才必须确保具有合理的基础相信所提供的投资建议应当适合投资者。

二、适当性义务的基础——投资者的信赖

构建金融机构应当承担的适当性义务的基础在于投资者易于对其产生信赖,尤其是零售投资者。由于零售投资者储备的投资知识、获取投资信息的能力及途径等都存在一定不足,因而,投资时亟须自金融机构处获得有关投资管理方面的服务及指引,实现财富管理的目的。这种信赖来自于金融机构等主体向投资者广泛承担的受托义务(fiduciary duty)。^⑦ 作为受托人,证券经纪人应对投资者忠实、诚信并承担以投资者利益最大化(the best interests of the client)为目标审慎行事的义务。受托人上述义务的内容大致可以表述为始终置投资者的利益优先于自身利益,基于合理基础向投资者提供相应的服务,为投资者最佳利益执行证券交易指令,根据双方认可的投资目标、策略、指引和限

^⑥ FINRA Rule 2111(b). 在 FINRA Rule 2111(b) 中的要求是公司或者其关联人应有合理的理由相信“机构投资者有能力独立评估投资的总体风险及特定交易和投资策略的风险”(规定在 NASD IM2310-3 中)。如同 FINRA 在 IM 中解释的“在某些情形下,会员公司可以认为投资者通常没有能力作出独立的投资判断。在其他情形下,机构投资者可以具有通常的能力,但是不能理解特定的投资工具或者其风险”。FINRA 进一步解释道:“如果投资者既没有一般的评估投资风险的能力,又缺乏充分的评估特定产品的能力,那么会员针对特定投资者的适当性义务内容的范围则不能因会员正在与机构投资者进行交易的事实而有所减少。”FINRA 对此评论为,“投资者最初需要帮助以理解潜在投资需求的事实不必然暗示着投资者不能最终发展出相应的理解能力并作出最终决定”。

^⑦ 通常认为,这种“信赖”在金融机构仅仅作为投资者投资指令的“递单员”(an order clerk)而执行其指令时是不存在的。

制作出投资决策,公平对待投资者,向投资者完全、公平地披露所有与投资关系和利益冲突相关的重要信息,尊重客户信息隐私等。适当性义务的内容显然包括在内。根据美国联邦《证券法》及自律组织(SRO)相关规则中“反欺诈条款”的规定,适当性义务是经纪人在与投资者公平交易的过程中应当遵守的“公正且衡平交易原则”(just and equitable principles of trade)的核心内容。如上文,该义务要求经纪人所做的投资推荐应当符合投资者利益最大化原则。^⑧在美国,经纪人在特殊情形下(under certain circumstances)应当承担的确保所做的投资建议符合投资者利益的适当性义务(the suitability obligation)等受托义务的内容已经获得了法院判决的认可。

投资者在证券交易中表现出的对经纪人的“信赖”是经纪人承担推荐适当的证券投资交易服务义务的重要基础。零售投资者对证券经纪人的信赖是出于其希望获得对实现其经济利益最有利的投资回报的投资服务初衷,为确保经纪人提供的投资建议是“适当的”,有必要构建由规范经纪人向投资者提供投资建议服务的条款构成的监管框架。其中,最重要的内容即是使之与投资者对于证券经纪人或投资顾问等专业机构从业人员的期待、需求相匹配。由于投资者能够且愿意承受投资风险的能力,即风险承受能力大相径庭,因而其实际参与的具体投资组合各不相同。基于此,经纪人所做推荐的适当与否应当根据投资者的投资目标及需求等具体情势加以判断。这在客观上要求经纪人关注并收集投资者需求及其他相关信息,鼓励经纪人与其客户就交易相关的重要事项进行讨论,尤其是金融产品的投资风险及投资者的承受能力。

如上文所述,“投资者适当性”被解读为经纪人根据联邦《证券法》

^⑧ 参见 *Matters of Powell & McGowan, Inc.*, Exchange Act Release No. 7302 (Apr. 24, 1964)。经纪人有义务不去向投资者推荐与客户利益最大化明确违背的交易。

中“反欺诈条款”(the antifraud provisions)^⑨或者 SRO 相关规则^⑩应当承担的义务,并成为衡量金融机构及从业人员销售实践适当与否的重要标尺。相关规则也鼓励经纪人建立相应的程序,收集更多有关投资者财政状况等方面的信息^⑪并及时予以更新,主要目的在于相对准确地判断投资者的风险承受能力。事实上,“风险承受能力”与投资者承受风险的意愿有关,更具有个性,其内在含义远比投资者的“投资目标”更为广泛,后者主要表明投资者期望自投资中获取的收益。根据适当性的要求,经纪人应当确保投资者完全理解其投资决策中涉及的投资目标,并在开户时“帮助”投资者确定“适当的”投资目标。必须明确的是,尽管经纪人无法确保其所收集的投资者信息都有助于判断投资者的投资目标和风险承受能力,但是,其不能试图通过不去收集投资者的相关信息,不对投资者做更多了解而豁免承担适当性义务。

与此同时,为使投资者能够基于所获取的充分信息作出合理的投资决策,经纪人在履行适当性义务时还应当向公众投资者披露“全面且有用”的信息。在经纪人居中的场合,只有在基于合理理由确信所做的推荐是适合投资者的前提下,向投资者披露了其所掌握的、容易为投资者理解且接受的与证券投资相关的事实后才能向投资者推荐。至于在特定情形下,经纪人主张豁免向投资者承担投资决策适当性职责时,应当证明投资者对其并无“信赖”的事实。

^⑨ 参见 Hanly v. SEC, 415 F.2d 589, 596 (2d Cir. 1969) 及市政债券信息披露 (Municipal Securities Disclosure), Exchange Act Release No. 26100, at n. 75 (Sept. 22, 1988)。

^⑩ FINRA 会员应当承担的适当性义务的内容也体现在 NASD2310 规则中,“向投资者所做的投资推荐(适当性)”和 NASD IMs,尤其是 IM2310-3 规则(“可能通过 SEC15g-9 规则而适用 15g-1 规则”),2310-2(“与投资者公平交易”“Fair Dealing with Customers”),2310-3(“对机构投资者的适当性义务”“Suitability Obligations to Institutional Customers”)的内容是一致的,即经纪人在特定产品或服务中承担额外的特定适当性义务。2010年11月17日,委员会经代表授权批准了相关适当性规则的内容向 FINRA 规则及掌握投资者信息条款转变,同时保留了目前“掌握投资者信息”及适当性义务的核心特征,并使之强化、明确。相关转变是 FINRA 持续进行的将 NASD 及 NYSE 规则融入 FINRA 综合手册中工作内容的一部分,新规则已于 2012 年 7 月生效。

^⑪ 投资者相关信息具体包括,投资组合的价值及年均收益、可用于投资的额外现金、投资者年纪、退休年限、年收入、需投资者抚养的孩子年龄、人寿保险的金额、子女教育所需费用等。

三、适当性义务的内容

投资者适当性义务是对金融机构向公众投资者提供金融服务行为的调整。投资者,尤其是零售投资者的风险承受能力客观上存在差异,因而不同的证券或证券组合均对参与投资的投资者风险承受能力提出显然具有差异化的要求。据此,金融机构向所有投资者不作区分地推荐同种投资产品的做法显然有违适当性义务的规定。鉴于此,根据投资者的投资目标等具体情势为其量身定制并提供相应的投资服务,这被看作“投资者适当性义务”的重要内容。换句话说,当金融机构向投资者销售金融产品或提供金融服务时,即应当根据适当性义务的要求承担确立投资者开户风险门槛的职责。这种职责的主要内容表现为,只能向投资者推荐其有合理理由认定为“适合”投资者的股票或其他金融产品及服务。

为规范经纪人等主体的行为,美国证券行业自律组织、证券监管机构以及证券交易所都对旨在“防止欺诈及操纵行为以促进公正、公平交易”的适当性义务的相关内容加以调整,具体包括如下内容:

其一,“掌握客户信息”(know-your-customer)条款。^⑫

投资者适当性在 NASD 规则中被表述为,经纪人应当掌握投资者如有且应提供的信息(the facts, if any)。这被合理地解读为向经纪人施加了“了解投资者相关背景信息及证券相关背景信息”义务的合理性要求。^⑬此后,SEC 根据联邦《证券法》1964 年修改时赋予其对所有登记经纪人的监管权限发布了 15b10 系列规则,明确界定了经纪人“合

^⑫ “每名会员组织都应当尽适当勤勉(due diligence)以了解与每名投资者、每项指令、每个现金或者信贷账户有关的关键事实。”

^⑬ Rediker, *Civil Liability of Broker-Dealers under SEC and NASD Suitability Rules*, 22 ALA. L. Rev. 15, 25 (1969).

理询问”的义务。^⑭ 根据该框架,所有从事证券销售的经纪人均应合理地询问投资者的个人信息,并在了解投资者的投资目标、财务状况、投资需求及其他信息后,合理确信其所做推荐是适合该投资者的。^⑮ 此外,纽约证券交易所(以下简称纽交所)规则第 405 条规定,经纪人应当对投资者的当前状况进行必要的询问。这被看作“默示”的适当性规则。^⑯ 为更好地履行此义务,证券经纪人应当尽勤勉职责收集诸如投资者的年龄、所从事的其他投资、财务状况和投资需求、税收状况、投资目标、投资经验、投资期限、流动性需求、风险承受能力和投资者披露给会员或投资相关人员的其他信息。尽管纽交所此项规则的初衷在于为其会员组织提供保护,避免受到“恶意”投资者在遭受投资损失后的诉讼纠缠,但不能否认相关规则明确了证券交易所应当约束经纪人不得向投资者提供不适当的投资推荐而对投资者权益的保护。

其二,信息披露及风险提示。

如 SEC 规则规定,经纪人承担的适当性义务的内容还包括根据所掌握的投资者相关个人信息向其提供的诸如投资推荐(making a recommendation)等服务时,应当向投资者披露与其利益存在冲突的实质性信息。纽交所在其 1962 年有关销售行为监管及控制的指引中也规定:在投资存在较大风险时,经纪人应当提示未向其寻求投资建议的投资者不要进行投资,否则可免于经纪人执行;对向其寻求投资建议的投资者,经纪人应当了解诸如投资者财务收入及负债情况、投资背景及投资知识、投资者资金来源及不动产、保险等主要财产信息,以帮助投资者确定其投资目标。在欧盟,金融机构应当以易于投资者接受并了解

^⑭ 15b10-3 规则规定,经纪人在向投资者推荐交易时,应当对投资者的投资目标及其财务状况和需求进行合理询问。通常,与投资者财务状况和需求相关的信息包括投资者的婚姻状况、其家属的人数与年龄,投资者的收入,其存款和生命保险,持有的证券和其他财产。经纪人可以信赖投资者提供的信息。但是,也有主张 SEC 的 15b10-3 规则对“合理询问”所使用的更为模糊的语言招致了大量的评论。参见 Fishman, *Broker-Dealer Obligations to Customers—The NASD Suitability Rule*, 51 Minn. LRev. 233,234-35 (1966)。

^⑮ Hanly v. SEC, 415 F.2d 589, 596-97 (2d Cir. 1969)。

^⑯ 有主张,NYSE 没有明确认可适当性。第 405 规则更多地被看作保护会员公司利益的。Gates, *The Developing Option Market: Regulatory Issues and New Investor Interest*, 25 U. Fla. L. R51.421,449(1973)。

的方式向投资者广泛披露诸如投资服务、投资策略、交易成本和费用等信息,揭示可供投资者作出投资决策且与特定金融工具性质、风险、利益冲突有关的适当性信息(appropriate information);其中,对于投资风险的表述也应与投资者的知识水平和特定投资工具的类型相适应。需要注意的是,单纯实施信息披露及风险揭示的行为并非履行适当性义务。

其三,评估金融产品或服务的适当与否。

相比较而言,SEC对适当性义务的表述更为明确。在1962年接受了《证券交易法》第15条c2-5规则有关“反欺诈”的条款后,SEC规定经纪人在向投资者推荐所有证券交易时均应遵守适当性的规定,独立判断所推荐交易是否适合。此为经纪人评估证券交易适当与否的责任,即适当性评估的内容。欧盟在其MiFID中也表明,适当性评估是旨在增加对市场中投资者的保护而引入的一项重要制度性设计。评估投资者的投资知识、投资经验和产品认知水平,是确定投资者是否有能力承担相应的投资风险,并在投资交易过程中保护自己利益的重要保障。值得关注的是,投资者通过适当性评估仅仅是满足了最低限度的适当性投资标准,并不意味着投资者在从事某项金融产品投资时无遭受损失的风险。尽管上述适合性评估并未限制金融机构向投资者提供“不适当”的服务,但未实施评估仍然足以表明投资者自金融机构处获得金融服务是存在“严重障碍”的。

此外,对适当性义务内容的表述也可参见FINRA会同SEC根据1934年《证券交易法》第19条(b)(1)以及19b-4规则拟定的综合手册(Consolidated FINRA Rulebook)。^{①7}根据该手册的规定(2111, suitability),适当性义务包括三方面内容:一是拥有合理基础的适当性义务(reasonable-basis suitability),即经纪人应当勤勉尽职以确保有合理的

^{①7} Self - Regulatory Organizations; Financial Industry Regulatory Authority, Inc.; Notice of Filing of Amendment No. 1 to a Proposed Rule Change and Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 1, to Adopt FINRA Rules 2090 (Know Your Customer) and 2111 (Suitability) in the Consolidated FINRA Rulebook.

基础相信所推荐的股票或证券交易或者投资策略是适合投资者的;¹⁸二是针对特定客户的适当性义务(customer-specific suitability),即证券公司基于对特定投资组合的了解,能够合理地确信其所做的推荐适合某特定投资者;三是符合数量标准的适当性义务(quantitative suitability),即证券公司应当有合理的理由确信即使经过独立分析,仍能确保在特定期间对投资者所做的投资推荐数量上并非过度(excessive),即投资者未被推荐进行不必要的“频繁交易”。¹⁹通常,衡量经纪人是否推荐投资者进行过度交易可参考换手率(the turnover rate)、投资者账户往来交易情况等因素。

而在日本等国,适当性义务的内容被表述为金融商品销售者不得向投资者为不适当劝诱。作为东亚传统国家,日本金融体系素以保守、管制严格著称。为保护在市场加速发展的背景下投资者利益,日本于2001年出台了统一规范境内所有金融机构在销售各类金融商品过程中对投资者劝诱行为的《金融商品销售法》。²⁰根据该法,金融商品销售者必须参考所劝诱的投资者的知识、经验及财产状况等制定置于营业厅等地向公众公开的适合的劝诱方针;²¹另外,禁止金融商品销售者在劝诱时作出不适当的判断,²²以确保其销售金融商品时的劝诱行为具有适用性(也译为“适当性”)。此后的2007年,日本发布了《金融商品交易法》,详细地规定了金融商品交易从业人员的销售行为规范以

¹⁸ Proposed FINRA Rule 2111(a)。此项适当性义务的内容是证券交易所“掌握客户信息”条款的另一种表达。

¹⁹ 判断是否构成频繁交易可参考周转率(turnover rate)、成本的股权比例(cost-equity ratio)及使用和交易(use of in-and-out trading)等因素。

²⁰ 秦川:“日本金融商品交易相关法与普通个人投资者的保护”,载北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》(总第80辑),中国金融出版社2010年版。

²¹ 具体而言,金融商品销售业者的劝诱方针应当包括以下事项:(1)根据劝诱对象的知识、经验、财产状况以及缔约该项金融商品销售合同的目的应当予以考虑的事项;(2)针对劝诱对象的劝诱方法以及劝诱的时间段;(3)其他为确保劝诱的适合性应当考虑的事项。

²² “断定性”判断禁止意味着在金融商品贩卖过程中销售机构或工作人员不能作出绝对性的投资建议。此外,《金融商品销售法》第4条规定,“禁止金融商品销售者提供断定的判断,即金融商品销售者在商品销售期间,不得对不确定的事项提供断定的判断,或者提供可能令投资者误以为确实的事项判断,否则对客户的损失承担赔偿责任”。

最大限度地保护投资者的利益,其中尤其强调“销售适用性”原则,^{②③}即从业人员不得为缔结合同而对一般投资者进行与其知识、经验、财产状况不符的不恰当劝诱。

监管机构发布适当性相关规则的目的在于使金融机构了解其在向投资者销售金融产品或者提供相关服务时应当承担的义务的要求,在保护投资者合法权益的同时维护自身利益。事实上,适当性义务的相关规则旨在构建金融机构与投资者间至少是在原则上“双赢”的局面,对金融产品或者服务销售机构及从业人员和投资者给予“同等保护”,形成二者间利益制衡的局面,使双方均自规则设计中受益。例如,在欧盟,金融机构应当在适当性评估中按照透明度(the transparency requirement)商事行为规则的要求行事,^{②④}据此保障投资者可以基于自金融机构处获取的信息,在更加透明的市场中选择向其提供服务的主体。迫于相关规则的约束,金融机构不得不“真正地”主动以客户利益最大化而行事,使投资者可以从制度安排中获益,这也成为目前金融机构提升其经营活动中投资者信心的重要参数。

值得注意的是,“适当性义务”规则可能“异化”为金融机构得拒绝向投资者提供投资推荐服务,或者金融机构得拒绝投资者参与“违反绝对客观的适当性义务”的交易的托词。^{②⑤}而且,适当性义务规则中的相关规定在保护投资者,特别是阻止部分“贪婪的”投资者从事“不适当”的投资交易方面并非完全有效。因此,评价适当性义务规定具有一定程度的“革命性”,主要考虑到其将评估投资产品或服务适当与否的职责交由金融机构承担,而非是该规则能够完全杜绝投资者从事损失风险较大的投资。

^{②③} 《金融商品交易法》第40条第1款规定,“金融商品业务员不能向客户推荐不适合其知识、经验、财产状况、交易目的商品,从而导致投资者利益受损”。第2款规定,“金融商品业务员在业务发展过程应采取适当措施确保客户信息得到适当处理,以避免业务运作损害公众利益与投资者利益”。

^{②④} Alessandra Chirico, *Suitability and Appropriateness under MiFID: “Faithful watchdogs” or “terrible twins”?*, <http://www.ceps.eu>.

^{②⑤} Arvid E. Roach II, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, In Hastings L. J. 1069, 1977 - 1978.

四、适当性义务的豁免履行

对向投资者销售金融产品或者提供金融服务的金融机构施加适当性义务的要求,不可避免地将增加其运营成本,此项负担又极可能传导至投资者由其最终承担,导致在一定程度上变相增加了投资者的负担。因此,有必要明确界定适当性义务尤其是适当性评估的适用范围。

对此,无论是在美国、欧盟,还是澳大利亚,均对金融机构承担的适当性义务的适用范围或者豁免履行应当满足的条件予以规定,例如,在单纯执行投资者作出的投资决策指示时,金融机构告知投资者交易存在的风险因素即是其豁免履行适当性义务的前提条件。具体的告知方式应当由金融机构根据投资者的个人能力加以判断,并足以使投资者在衡量了投资风险及个人风险承受能力后作出判断。在履行了上述职责后,如果投资者仍然希望继续从事证券投资,那么尽管此时适当性的评估结果显示投资者不能承受向其销售的证券投资的风险,但其仍可向该投资者销售产品或者提供服务而不必承担相应的适当性义务及由此引发的法律责任。此外,当金融机构从业人员向其收集相关信息时,投资者拒绝提供用以确定其风险承受能力的充分信息也可以成为免于承担阻止投资者购买超过其风险承受能力的证券义务的情形。^{②6}

在欧盟,MiFID 执行指令 Level2 中^{②7}明确规定了豁免金融机构实施投资者适当性评估(a suitability assessment)应当满足的条件,对豁免投资者分类中适当性评估(the opt-out provision)的条件应加以限制。^{②8}通常,豁免适当性评估的前提条件主要有:其一,金融机构向投资者提供的金融服务是在受监管的市场或者相当于第三国市场中^{②9}交易的股份、货币市场工具、债券或担保债券(securitised debt)、UCITS 等

^{②6} Rober H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, in *Duke Law Journal*, Vol. 1965, No. 3, pp. 445-480.

^{②7} Level 2 规定了所有的衍生产品(derivatives)都被看作复杂的投资工具(investment)。

^{②8} Client Classification System under MiFID.

^{②9} 至于被看作“相当市场”的其他市场名单由欧盟委员会公布,并定期更新。

非复杂性金融工具,但不包括那些嵌入衍生品中的债券或者担保债;其二,向投资者提供的金融服务是应投资者或者潜在投资者的提议而向其提供的,那么可以豁免金融机构履行适当性评估义务的相关规定;其三,金融机构在其向投资者提供的相关服务条款中已经明确告知投资者或者潜在的投资者:金融机构未被要求对所提供的金融产品或者服务的适当性进行评估,因而投资者无法获得相关商事行为规则的保护。

不同于香港金融管理局在其通告中明确规定适当性评估仅适用于销售结构性金融产品的环节,MiFID 规定金融机构仅执行投资者的投资决策而向其销售非复杂性投资产品的场合豁免适用适合性评估。为明确适当性评估义务的履行范围,MiFID 将在受监管的市场或者相当于第三国市场上交易的金融产品划分为复杂性金融产品和非复杂性金融产品。豁免金融机构履行适当性评估义务的非复杂产品包括可在受监管的规范市场交易的股票、国库券(treasury bills)、公司债(corporate bonds)及 UCITS 基金中的份额(units);而可转换股份(convertible shares)、嵌入了衍生品的证券化债(forms of securitised debt that embed a derivative)、期权通常都被看作复杂性产品,^⑨复杂性产品本身并不是适当性评估关注的焦点。相比之下,澳大利亚证券投资委员会(ASIC)将投资产品简单地划分为“安全”产品或者“非安全”产品的做法可能存在潜在的误导。

鉴于履行适当性评估义务对于保护投资者权益存在的有效性,应当明确其适用范围。正如上文所述,金融机构根据适当性义务的要求实施评估将在为投资者提供保护的同时增加由投资者承担的不必要的投资成本,那么是否实施适当性有待商榷。如果投资者即使是参与任何一只上市公司股票的投资或者投资于任何金融产品都存在可能遭受损失的潜在风险,那么是否有必要规定当其投资某类金融产品时应当接受“额外的”适当性评估“负担”便存在质疑。基于此,ASIC 最初试图规定金融投资产品销售者与发行人应当采取适当性评估的立场有所

^⑨ 基于 MiFID 中规定的适合性评估(the MiFID appropriateness test),欧洲证券监管委员会(the Committee of European Securities Regulators,“CESR”)于2009年11月公布了对于复杂性金融产品与非复杂性金融产品间差异的咨询活动的结论。相关资料参见 <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=6157>, <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=6158>。

动摇:如果投资者为零售投资者,那么当其接受投资顾问服务时应当接受适当性评估,且投资顾问通常应当按照实现投资者利益最大化的原则行事;如果在当前销售环节中已经存在评估程序,那么没必要对金融投资产品的发行人额外要求适用适当性评估的相关规定。^②

在美国,SEC 认可当投资者未向经纪人寻求投资建议而独自确定是否购买或者出售特定证券,即作出投资决策时仍然要求经纪人严格遵守适当性义务而实施适当性评估是不现实的;但经纪人此时仍然应当向投资者披露其了解的,且被合理地看作影响投资者决策的证券相关信息。也就是说,即使在单纯执行投资者交易指令(in arm's length order clerk situations) 的场合,经纪人仍然有义务完全披露存在的潜在不适当性。^③ 如果投资者在获取相关信息后,仍然强烈表示要参与投资交易,那么金融机构得免于为投资者执行此交易。值得注意的是,向投资者单纯实施全面披露并非是履行适当性义务的行为。相关条文中还提出另一项要求,经纪人应当在文件中保存已经向投资者作出确定适当性的理由。^④

即使适当性评估被看作旨在针对特定而非所有金融产品投资的情形,但是对此评估要求存在的利弊分析仍然不是十分清晰。除上述与金融服务费用成本有关的争论,有关适当性评估的典型“劣势”还在于实施评估时应当满足额外的形式要求,如向投资者发出警告等将导致延误交易时机,因为投资者在此期间将无法参与投资。更重要的是,适当性评估并不能完全阻止公众关注投资失利事件,鉴于有些投资损失的出现是由上市公司自身经营失败导致的,因此,注定不会是所有的国家或地区都引入对投资者从事上市公司股票等金融产品投资的行为进行适当性评估并履行所谓的“适当性义务”的规定。如同澳大利亚证

^② Jim Boynton, *Suitability tests for investment products - a nanny state or sensible protection?*, 1/07/2009. <http://www.mallesons.com/publications/marketAlerts/2009/regulator-July/Pages/Suitability-tests-for-investment-products-a-nanny-state-or-sensible-protection.aspx>.

^③ Arvid E. Roach II, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, In Hastings L. J. 1069 1977 - 1978.

^④ Arvid E. Roach II, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, In Hastings L. J. 1069 1977 - 1978.

券投资委员会主席最近所指出的,很多投资损失的发生并非由于监管机构疏于履行监管职责,而是商业模式本身存在的瑕疵所致。因此,在澳大利亚,是否通过立法要求金融产品销售者及发行人履行适当性义务的相关规定确保金融产品适合投资者还存在较热烈的争论。这也是目前有关投资者教育以及是否不应当向零售投资者提供某类投资产品的广泛争论中的重要内容。总之,任何适当性义务的规定都不应作为适用于所有投资产品或者所有投资者的“下意识反应”而被广泛引入,^④相关规定和要求应当在经过仔细分析其优劣之后才予以考虑,尽管适当性相关规定被假定为能够降低投资者投资“不适当”金融产品的风险,或者至少使投资者意识到他们将投资于某类注定不适合其投资的金融产品。

^④ Jim Boynton, *Suitability tests for investment products – a nanny state or sensible protection?*. 1/07/2009. <http://www.malleons.com/publications/marketAlerts/2009/regulator-July/Pages/Suitability-tests-for-investment-products—a-nanny-state-or-sensible-protection.aspx>.