

证券公司违反投资者适当性原则的民事责任

陈洁

(中国社会科学院, 北京 100720)

摘要: 在我国目前的法律框架下, 投资者能否直接援引投资者适当性原则来寻求私法救济颇存争议。本文从证券公司与投资者的关系出发, 在阐明赋予证券公司“适当性”义务的法理基础上, 从立法技术角度探讨证券公司违反适当性原则的民事责任机制的构建, 以裨益相关立法与实践。

关键词: 证券公司; 适当性原则; 民事责任

Abstract: Under the current law framework in China, it is still controversial whether the investors can apply the suitability principle to pursue civil liability for the loss resulted from unsuitable recommendations. Based on the relationship between the investors and the broker-dealers, this paper clarifies the suitability obligation of broker-dealers, and discusses the development of the civil liability system for the violation of suitability principle from the technical point of legislation, which might be helpful for practice.

Keywords: broker-dealers, suitability principle, civil liability

作者简介: 陈洁, 女, 法学博士, 中国社科院法学所商法研究室副研究员, 研究方向: 证券法。

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A

投资者适当性原则肇始于美国, 现已成为世界主要资本市场规范投资者和证券公司之间权利义务关系的主要内容之一¹, 同时也是各国证券监管机构保护投资者利益的重要规则。

何为投资者适当性原则? 国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会2008年联合发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》指出, 适当性就是指“金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。²从这个概念出发, 投资者适当性原则要求证券公司有义务在对证券和投资者进行合理调查的基础上, 向投资者推荐符合其投资目的和投资需求的证券。简言之, 就是“证券公司有义务推荐适合特定客户要求的证券”。³

我国证券市场在证券投资基金销售、证券经纪业务、创业板市场、股指期货投资等方面已经实施了投资者适当性制度, 并在有关的行政法规、行政规章以及自

律性规则中做了一些规定。⁴但是, 由于现行《证券法》没有直接、明确提及投资者适当性原则, 通常认为, 该原则只是作为监管规则在有关行政规章和自律性规范中得以初步体现, 因此, 在目前的法律框架下, 投资者能否直接援引投资者适当性原则来寻求私法救济颇存争议。本文从证券公司与投资者的关系出发, 在阐明赋予证券公司“适当性”义务的法理基础上, 从立法技术角度探讨证券公司违反适当性原则的民事责任机制的构建, 以裨益相关立法与实践。

证券公司与投资者的法律关系

证券立法和证券监管机构之所以要求证券公司对投资者承担适当性义务, 其根本原因在于投资者和证券公司之间的法律关系以及由此产生的证券公司对投资者负有的特殊义务。因此, 只有界定清楚当事人之间的法律关系, 明确当事人的权利和义务, 才能处理好双方因提供产品和服务而产生的各种法律纠纷。

由于证券公司从事业务的不同,其和投资者之间的法律关系也就呈现不同状态。随着我国对券商业务的放开,特别是客户资产管理业务和融资融券业务的展开,证券公司和客户(投资者)的关系日益复杂。

一、证券经纪业务中证券公司和客户(投资者)的关系

证券经纪业务是指证券公司受其客户(投资者)的委托,代其客户买卖证券的证券业务活动。关于证券公司与客户之间法律关系的性质,主要有两种观点:一是认为二者间是委托代理关系,另一种观点则认为行纪关系。行纪和委托代理的区别就是两点:(1)名义不同。行纪往往以自己的名义从事活动,而代理是以被代理人的名义实施民事法律行为。(2)法律行为后果的直接归属不同。行纪的法律效果直接归于行纪人,间接归于委托人。委托代理的法律效果直接归属于本人。由于我国《证券法》及有关业务规则对证券经纪业务性质的规定模糊或相关规定彼此间的相互矛盾⁵,致使证券经纪业务中证券公司和客户(投资者)的关系难有定论。

其实,要探讨二者之间的关系,不宜脱离各国证券市场的具体交易制度安排。不同市场模式下二者的关系可能就完全不同。笔者以为,就我国目前的市场制度安排下,证券经纪业务既有委托代理关系的特征,也有行纪关系的特点。

从我国证券市场实践看,目前我国证券交易主要采用集中竞价交易制度,而且采用证券直接持有体系。由于采用电脑自动交易,券商实际上只是投资者进场交易的通道。券商的这种角色在股票交易和国债交易中略有不同。券商在向交易所申报股票交易时,交易所主机不仅显示经纪商的交易席位代码,同时也显示投资者的账号代码,这样,证券经纪商不仅表明了自己代理人的身份,同时也明确表明了每个投资者的身份,此种情形属于典型的直接代理。但在申报国债交易时,交易所主机只显示证券经纪商的交易席位代码,并不显示投资者的账户代码,这种情形可视为间接代理。但我国交易结算采用二级结算体系,无论是股票交易还是国债交易,都是证券登记结算公司和证券公司按照净额交收的规则进行资金结算后,由证券公司再和客户结算,而且按照交易规则,证券公司不能以客户违约为由,不履行清算交收的义务。⁶可见,在我国目前的证券交易实践中,在证券买卖、交割、过户等环节证券

公司和投资者之间属于委托代理关系,但结算环节则属于行纪关系。从有关司法解释和《最高人民法院公告》所发布的指导性案例来看,最高人民法院在司法实践中,在二者关系问题上则通常持代理关系的立场。

二、融资融券业务中证券公司和客户(投资者)的关系

融资融券业务,是指证券公司向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出,并收取担保物的经营活动。根据《证券公司融资融券业务试点管理办法》规定,证券公司经营融资融券业务,应当以自己的名义,在证券登记结算机构分别开立融券专用证券账户、客户信用交易担保证券账户、信用交易证券交收账户和信用交易资金交收账户;此外,证券公司还应当以自己的名义,在商业银行分别开立融资专用资金账户和客户信用交易担保资金账户。换言之,融资融券中,投资者的交易需在证券公司专门为其开立的信用账户中进行,该信用账户是二级账户,其对应的在登记结算公司的信用交易担保证券账户、商业银行的信用交易担保资金的账户是以证券公司的名义开立的。而在普通的证券交易中,投资者以自己的名义开立证券账户、资金账户,交易要在证券公司的投资者名下账户中进行的。

融资融券是证券公司与投资者之间发生的借贷担保行为,因此双方之间存在法律上的委托代理关系、借贷关系、担保关系。其中,证券公司与投资者之间的委托代理关系不管是在融资融券过程中还是在一般证券交易中大体是一致的,但其中的借贷关系与担保关系具有特殊性。

1. 借贷关系:表面上看,融资融券中的借贷与普通的借贷关系特点一致,均是借入资金或借入证券,但是如前所述,由于投资者的交易需在证券公司专门为其开立的信用账户中进行,这些账户都是以证券公司名义开立的,因此,证券公司所融出的资金或者证券,投资者实际上并没有取得所有权,只享有使用权。证券公司融出资金或证券的所有权并没有转移。

2. 担保关系:我国《担保法》规定了五种传统典型的担保方式,即保证、抵押、质押、留置和定金。在融资融券的担保中,并未采用现有《担保法》的传统典型的担保方式,而是在此基础上,借鉴发达国家的经验,采用了让与担保方式。根据《证券公司监督管理条例》第53条规定,“客户证券担保账户内的证券和客户

资金担保账户内的资金为信托财产”以及《证券公司融资融券业务试点管理办法》第14条规定,“融资融券合同应当约定,证券公司客户信用交易担保证券账户内的证券和客户信用交易担保资金账户内的资金,为担保证券公司因融资融券所生对客户债权的信托财产”⁷,在融资融券担保物的所有权归属上,现行规定突破了现有《担保法》的框架,将投资者提供的融资融券担保物,即资金或证券的所有权归属于担保人即证券公司。

三、证券资产管理业务中证券公司和客户(投资者)的法律关系

根据《证券公司客户资产管理业务试行办法》(中国证券监督管理委员会令第17号)第十一条规定,经中国证监会批准,证券公司可以从事下列客户资产管理业务:(一)为单一客户办理定向资产管理业务;(二)为多个客户办理集合资产管理业务;(三)为客户办理特定目的的专项资产管理业务。

证券公司所从事的证券资产管理业务,其实质即为委托理财。对于委托理财合同的性质,无论理论上还是实践中均存争议。目前司法界的倾向性观点认为,对委托理财纠纷,可以根据当事人在合同中关于权利义务的约定,将其分为四种:(1)凡是约定本息保底,超额归受托人所有的,与民间借贷无异,应将其认定为借贷纠纷;(2)凡是约定委托人直接将资金交付给受托人,由受托人以自己的名义进行投资管理的,应将其认定为信托合同纠纷;(3)凡是约定委托人自己开立资金账户和股票账户,委托受托人进行投资管理的,应将其认定为委托合同纠纷;(4)凡是约定双方共同出资,利益共享、风险共担的,应将其认定为合伙合同纠纷。⁸

笔者以为,在证券公司接受客户委托,帮助客户选择投资项目,客户资金投向须经客户同意,投资收益归属客户所有的理财项目中,证券公司与投资人的关系应为委托关系;客户财产交付证券公司,和证券公司约定利益分成,证券公司以独立名义经营该财产的理财项目中,证券公司与投资人之间的关系系信托关系;其中,《证券公司客户资产管理业务试行办法》第十三条规定:“证券公司为多个客户办理集合资产管理业务,应当设立集合资产管理计划,与客户签订集合资产管理合同,将客户资产交由具有客户交易结算资金存管

业务资格的商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管,通过专门账户为客户提供资产管理服务。”显然,集合资产管理业务具备信托设立的条件。虽然在《办法》的规定中没有出现信托字样,但并不影响客户作为委托人将自己的财产交由证券公司管理并将自己作为目标收益主体愿望的实现。集合理财服务中所涉及的财产具备信托财产的确定性。证券公司根据受托合同利用客户的资产为其创造收益,并将客户资产与自己的财产分开管理以隔离风险,这是典型的信托关系。

四、证券投资咨询业务中证券公司与客户(投资者)的法律关系

根据《证券、期货投资咨询管理暂行办法》第2条的规定,证券公司与证券分析师在从事证券投资咨询业务时的业务范围为:(1)接受投资人或者客户委托,提供证券、期货投资咨询服务;(2)举办有关证券、期货投资咨询的讲座、报告会、分析会等;(3)在报刊上发表证券、期货投资咨询的文章、评论、报告,以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券、期货投资咨询服务;(4)通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统,提供证券、期货投资咨询服务;(5)中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)认定的其他形式。

依据证券公司与投资者之间是否签订委托咨询合同,可以将证券公司上述五种业务范围分为两大类。

1.接受投资者(客户)委托提供证券、期货投资咨询服务时,由于证券公司与投资者(客户)已签订委托咨询服务合同,并按该合同的规定接受投资者(客户)委托,提供证券、期货投资咨询服务,因此证券公司与投资者之间存在委托代理关系。

2.未与投资者签订委托咨询合同而提供证券、期货投资咨询服务时,由于证券公司与投资者未签订委托咨询服务合同,因此双方不存在合同法律关系。但是,证券公司及其证券分析师在从事证券投资咨询业务时,对投资者负有诚信义务,并不得违背有关法律、法规、规章的禁止性规定,否则要对投资者承担民事侵权责任。

证券公司对客户(投资者)承担 “适当性义务”的法理基础

一、为实现契约真正自由的适度干预

传统的契约理论基于对个人决策自由的保护,排除任何契约之外的权利与义务的侵入。

在传统契约理论下,当金融机构和客户进行交易时,金融机构有权为自己争取最佳的交易条件,并无义务保证客户必然会做出正确的投资决策,投资者自负是市场经济的基本法则。但是,传统契约理论的出发点是,在大部分的商业交易活动中,交易主体之间的地位平等,并能根据自己的利益最大化的原则来界定或限制与交易对手之间的关系,因此,法律一般不会在金融市场交易主体之间创设信托关系,金融机构与客户的普通合同关系并不必然导致金融机构信托义务的产生。但是,随着金融创新的不断发展,各种类型的金融产品大量出现,金融机构的职责逐渐摆脱了简单的委托指令执行进而跨入营销与财务规划的范畴,投资者对于金融商品的信息获取难度日益加深并使自己逐渐呈现消费者属性。金融机构与金融消费者之间金融商品交易信息的不对称已远甚于一般消费商品的信息不对称,作为普通金融消费者的投资者对金融产品“丧失理性”而往往只能依赖于金融机构的推介说明。可以说,金融产品的特殊性及其交易双方的实质不平等,使金融交易投资者的意思自治受到很大的限制,对合同自由形成重大冲击。金融领域内的极度信息不对称,完全的形式平等正义已无法适应社会生活的发展。市场的真义,在于保护和尊重真正的自由契约。在这种情形下,金融机构与客户之间倘若还是固守所谓传统的契约关系,而不由金融机构担当金融消费者对其专业性产生的信赖关系或者由金融机构对客户承担必要的信义义务,无疑是违背契约自由的。因此,对金融机构施加“适当性”义务正是基于平衡理念对契约自由适度干预的产物。

二、域外信义义务与“招牌理论”的借鉴

从域外经验看,由于金融机构在与投资者的关系中处于有利地位,基于投资者的信赖,诸多法院判例认为金融机构必须对投资者承担受托人的信义责任。

信义关系是指一方承诺将为了另一方最佳利益而行为,或为了双方共同的利益而行为。信义义务的产生是由于缔约双方当事人所处地位不同,其谈判优势不平等,一方因知识或专业方面在某种程度上必须信赖另一方。从本质上看,信义关系是特定当事人之间的一种不

对等的法律关系,是为了他人的利益履行职责要求更高的行为标准的那些法律关系。在与客户的信义关系下,客户有理由期待金融机构关注客户的利益,而不仅仅是履行合同的义务。英美等金融司法实践中,综合化经营下商业银行理财业务中的银行和客户法律关系突破传统模式,出现信托化趋势。银行承担的义务除合同上明文约定外,由于银行在信息、判断力及决策上处于优势而在特定情况下对客户承担特殊的加重义务,即信义义务。法院更倾向于在银行充当财务顾问时认定其信义义务的存在。银行对客户的信义义务是由其判例法建立和发展起来的,浸润了英美衡平法的法律理念,体现了诚信的法律原则与错综、复杂的法律事实之间的平衡。⁹

就证券公司与投资者关系而言,判断二者是否存在信赖义务的根源在于二者之间是否存在这种信赖关系。SEC透过“招牌理论(shingle theory)”的发展,主张证券公司对于客户负有默示义务,承诺将以适当的方式公正处理与客户相关事务,从而建立以适合与谨慎(competent and care)作为证券从业人员行为理论标准的重要内涵。所谓招牌理论,最先是由美国的证券法权威Louis Loss提出,系指证券公司既然在证券交易中挂出招牌表明自己是证券经纪商或者交易商,即等于向客户表明自己具备与证券相关的专业性,并默示自己将与公众进行公平公正的交易。¹⁰在监管实践过程中,SEC以“招牌理论”为依据,逐渐将10b-5规则发展为几乎可以适用于所有与证券交易有关的欺诈行为的反欺诈规则,也包括“适合性”原则在内。¹¹招牌理论在美国具有深厚的证券法和普通法的基础。美国1934年证券交易法要求自律性组织发布自律性规则以“推动公平公正的证券交易”,而与此法律要求最一致的自律性规则就是证券公司的适当性义务。至于招牌理论的普通法基础,则是“自称(holding out)”理论,该理论认为自称拥有专业知识和技能的人必须承担与其表述相适应的高标准义务。券商在证券市场自称专家,导致投资者对其证券投资推荐的高度信赖,因此要求其承担与其推荐有关的高标准义务。¹²

实践中,随着金融服务行业的发展,金融机构一般相当强调其在金融领域内的专业知识与经验。当金融专业人员对客户提供投资建议时,一方面强调其建议系依据其金融知识与经验给予之专业意见,另一方面亦多强调该建

议是依据客户自身状况与需求而制定的专业规划。在这样的信赖关系中,金融机构也逐渐被课以信赖义务,维护客户的信赖利益。

三、我国基于委托代理关系以及合同附随义务产生的信赖与注意义务

我国法律制度中并无“信义关系”这一概念。但随着利益冲突的加剧,金融机构和客户之间缔约能力不对等以及严重的信息不对称等,极易使金融机构利用自身的优势,追求利益最大化,损害客户的利益。在这种前提下,要求金融机构对投资者承担基于委托代理关系与合同附随义务产生的信赖与注意义务无疑是合理必要的。

首先,由于投资者与证券公司之间普遍存在的委托代理关系,证券公司乃投资者的代理人。证券公司应当对客户尽信赖义务和善良管理人的责任,诚实信用地履行受托义务。一方面,证券公司是专业服务机构,投资者基于券商的专业性对券商存在巨大的依赖性,证券公司在业务实践中也通过各种途径和方式使投资公众相信其具备处理复杂证券交易的专业技能,投资公众正是依赖了证券公司的专业技能来从事证券交易¹³,基于这种专业依赖性,产生了券商对投资者的信赖义务。另一方面,证券公司作为代理人对投资者代理事宜负有注意义务,同时应当利用自己的专长完成代理事务。注意义务是一种为了避免造成损害而加以合理注意的法定责任。注意义务包括特殊的注意义务和一般的注意义务,证券公司对客户的注意义务属于特殊的注意义务,指金融机构应采取合理注意以避免其能合理地预见到可能给客户带来损害的作为或不作为。

其次,从合同法规定的先合同义务或附随义务来看。先合同义务是指在订立合同过程中,合同成立之前所发生的,应由合同双方当事人各自承担的法律义务。它是建立在民法的诚实信用、公平原则基础上的一项法律义务,是诚实信用、公平原则的具体化。它主要包括合同当事人之间的互相保护、通知、保密、协作及欺诈禁止等义务。从合同附随义务来说,它也是根据诚实信用原则的要求,体现在合同的履行及合同终止之后当事人双方附有的义务,具体包括无正当理由不得撤销要约的义务、使用方法的告知义务、合同订立前重要情事的

告知义务、协作和照顾的义务、忠实义务、保密义务、不得滥用谈判自由的义务等等。从这些义务出发,证券商有义务了解客户的交易目标、判断客户的交易能力与交易经验、技能,并确保所推荐的交易产品与客户的交易目标、能力与经验或者技能相符合,如果没有履行相应义务,则应该承担相应的责任。

证券公司违反投资者适当性原则的民事责任的性质

从实践中的具体情形出发分析证券公司违反投资者适当性原则的民事责任的性质,可能是缔约过失责任,也可能是侵权责任。

一、证券公司对投资者的缔约过失责任

合同的缔结本身是一个过程,需要经过若干阶段,合同成立后也存在生效与否的问题。如果出现由于证券公司的原因致使协议无法生效的情况,那么证券公司就需要对自己的行为给客户所带来的损失承担赔偿责任,这种责任就是所谓的缔约过失责任。“所谓缔约过失责任,是指在合同订立过程中,一方因违背其依据诚实信用原则所产生的义务,导致另一方信赖利益的损失,从而应承担损害赔偿责任。”《合同法》第四十二条规定:“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:(1)假借订立合同,恶意进行磋商;(2)故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况;(3)有其他违背诚实信用原则的行为。”

金融消费者的保护首先亟需关注消费者信息对称的保护。其原因在于:一是消费者缔约购买前,难以认知商品特性。二是金融商品结构复杂,商品信息又比实物商品更具抽象性与复杂性,消费者即便获得各种正确信息,仍难以了解内涵。三是金融商品为信用性产品,只有在未来的时点才能确知其效果与影响。¹⁴从金融合约缔结过程中信息获取与输出两个脉络分析金融机构应承担的信赖义务,金融机构在营销过程中不仅要满足客户信息收集的完全性与适当性,保证金融机构在营销过程中的适当性,而且应规范合约缔结过程中的信息披露义务和遵循的披露原则,保证信息披露的充分性及完全性,确保消费者理性行为。¹⁵

依据《合同法》、《证券法》及相关行政法规、自律性规范的规定,证券公司违反投资者适当性原则的缔

约过失责任主要是违反告知义务的缔约过失责任, 这是指证券公司未履行在缔约之际根据诚实信用原则和投资者适当性原则应尽的告知、说明等必要注意义务, 《合同法》将之称为“故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况”。具体结合投资者适当性原则来看, 证券公司在推荐证券前, 有义务取得使之作为判断适合性基础的信息要求。这些信息包括但不限于以下方面: 客户的财务状况(如收入水平、资产等)、投资目标(含风险爱好倾向等)及对投资知识的认知或经验程度(含曾经投资的产品或服务或服务的性质、交易的频率等)。此外, 这些信息必须处于持续更新的状态, 或者说至少在每次销售前应及时更新。在信息的获取过程中, 金融机构不能透过任何方式的暗示, 使金融消费者做出错误的信息披露或隐瞒必要的信息导致信息披露的不完全。实践中, 证券公司违反投资者适当性原则包括三方面。首先, 违反合理根据适当性规则。该规则也称为“了解证券”规则, 是指证券公司在向投资者推荐证券时就意味着该证券公司对推荐证券有了相当的认识, 并且已经做过详细的调查因而有合理依据才会推荐。同时, 该规则还包括避免利益冲突, 独立推荐而不受公司或其他人影响等等。¹⁶其次, 违反投资者特定适当性规则。该规则又称为“了解客户”规则, 是指证券公司在保持对推荐证券了解的同时, 也要确保所推荐的证券符合投资者的需求与目的。第三, 违反数量适当性规则。即要求证券公司不得利用投资者账户从事不适当的频繁交易。如果证券公司基于投资者的账户向投资者做了过量证券交易推荐, 就违反了该原则。如果证券公司没有尽到上述义务致使合同无效, 可能承担缔约过失责任。

此外, 证券公司在履行披露与说明义务时, 证券公司还负有以浅显易懂的语言揭露其推销的金融商品相关信息的义务。在说明过程中对于金融商品的揭露不足或不适揭露都可能造成不当销售之责。因此金融机构在金融服务的过程中, 应严格遵守金融服务的规范, 并应针对金融商品的营销与风险告知等重要沟通内容留存记录。对于揭露与说明义务的表达形式, 英国FSA于《规范金融机构销售与建议之行为准则》中, 特别针对金融机构提供客户需求评估报告的形式与内容说明原则, 要求金融机构以简单且白话的语言编制相关报告, 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。

二、证券公司对投资者的侵权责任

侵权责任是行为人违反法律规定而给他人造成损失时所应承担的法律后果。证券公司违反投资者适当性原则给投资者造成损失可能承担侵权责任, 其承担民事责任的依据是对法定义务的违反, 而不是对合同约定义务的违反, 因而是一种侵权责任。但是, 通常认为, 侵权责任说必须建立在对法定义务的违反之上, 否则, 其构成要件难以成立。有观点认为, 我国目前对投资者适当性原则之规定是否证券公司之法定义务值得推敲。对此, 笔者以为, 对投资者适当原则之保护属于证券公司的法定义务。

首先, 对法定义务的“法”的理解不应局限于“法律”。法定义务是直接依照法律规范而设定的义务, 但当代中国法的渊源包括宪法、法律、行政法规、地方性法规、经济特区的规范性文件、特别行政区的规范性文件、特别行政区的法律法规、规章等。¹⁷根据我国《民法通则》第6条之规定: “民事活动必须遵守法律, 法律没有规定的, 应当遵守国家政策”。可见国家政策也是当代中国法的渊源之一。从法律渊源的理解出发, 对法定义务的“法”的理解就不能仅仅局限于全国人大及其常委会制定的规范性文件这个层级。

其次, 对法定义务的理解不能局限于“法律明文规定的义务”, 或者说, 局限于法条中字面完全相同的表述, 而应探究法律制度的内涵与法律条文制定的出发点。我国《证券法》虽然没有明确采用“投资者适当性原则”这个概念, 但通过公平交易、证券公司从事经纪业务与自营业务的利益冲突禁止、禁止全权委托、禁止利益承诺等方式间接体现了投资者适当性原则的精神。除了《证券法》总则规定的证券发行交易活动应遵循“三公”原则、遵守诚实信用原则, 必须遵守法律、行政法规, 禁止欺诈等行为外, 《证券法》第79条规定的禁止证券公司及其从业人员从事下列损害客户利益的欺诈行为包括: (1) 违背客户的委托为其买卖证券; (2) 不在规定时间内向客户提供交易的书面确认文件; (3) 挪用客户所委托买卖的证券或者客户账户上的资金; (4) 未经客户的委托, 擅自为客户买卖证券, 或者假借客户的名义买卖证券; (5) 为牟取佣金收入, 诱使客户进行不必要的证券买卖; (6) 利用传播媒介或者通过其他方式提供、传

播虚假或者误导投资者的信息；(7)其他违背客户真实意思表示，损害客户利益的行为。其中(5)、(6)、(7)都不同程度涉及违反投资者适当性原则的不同侧面。

第三，投资者适当性原则在行政法规中已经得到明确体现。行政法规是中国法的渊源体系中具有承上启下意义的重要的法的渊源。行政法规由国务院依法制定和变动，是中央政府实现其职能的基本途径之一。《证券公司监督管理条例》(国务院令第522号)第29条规定：“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。”依此规定，遵守投资者适当性原则应当成为证券公司的法定义务。

第四，证券交易所有关投资者适当性原则的自律性规范是证券法律制度的重要组成部分。尽管证券交易所属于自律组织，而非行政机关，但《证券法》明确授予证券交易所制定上市、交易、会员管理等业务规则制定权，从而使交易所的自律管理成为法定框架下的公共职能，其业务规则在证券法律体系中应当占据一席之地。如同证券法律法规、行政规章一样，证券业务规则不是针对某个特定对象进行的特别规定，而是对不特定对象具有普遍约束力，具有普遍的持久的适用性，市场参与者应当遵守业务规则，其因此具有和法律相同的行为规范功能。¹⁸

基于上述探讨，证券公司违反投资者适当性原则之侵权责任应属于证券侵权责任。一般侵权责任实现的最大阻碍在于法律对侵权行为主观过错的要求。解决这一难题的出路是在立法上直接在《证券法》中将其规定为法定民事责任。如果当事人受到证券公司欺诈等遭受利益损失时，可以直接援引法律的规定提起诉讼，而免去合同相对性的局限性以及侵权举证责任的困难。

证券公司违反投资者适当性原则 侵权责任之立法技术要点

一、侵权责任的归责原则

对于证券侵权行为属于一般侵权行为还是特殊侵权

行为，我国学者存在不同意见。不过，从最高法院2003年1月9日出台的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称“虚假陈述的民事赔偿规定”)的司法解释来看，我国对虚假陈述行为广泛适用过错推定的归责原则，同时在因果关系认定上实行因果关系推定和举证责任倒置。由此可见，为了充分保护投资者的民事救济权利，我国司法界倾向于将证券侵权行为视为特殊侵权行为。从证券侵权责任的构成要件可以分析出证券侵权责任的特殊性。

证券市场中由于受害人对侵权人的主观过错难以举证证明，因此，根据证券法及“虚假陈述的民事赔偿规定”等相关规定，发行人和上市公司虚假陈述承担的是无过错责任，发行人以外的人员虚假陈述承担的多为过错推定责任。各国证券法一般也规定以过错推定作为侵权人的归责原则。¹⁹从法理上说，将证券侵权行为定性为特殊侵权行为，相应地其归责原则就应主要适用过错推定原则和无过错责任原则。

在我国《证券法》第79条规定的禁止欺诈客户责任中，证券公司欺诈客户采取客观认定标准。就法条字面含义看，只要证券公司实施《证券法》禁止的上述行为，客户无须证明证券公司存在故意的主观态度，证券公司通常也不能通过证明无实施侵害的主观故意而推翻欺诈客户之认定。²⁰

在美国证券法的默示诉讼中，对处于受信任地位的证券商，投资者无须证明其欺诈故意，法院即可推定证券商欺诈故意的存在，从而责令其赔偿损失。这是为避免证券商在面临利益冲突时以权谋私的阻吓之策。笔者认为，投资者在证券交易中，因信息获取和专业技能等方面的原因，与证券公司相比处于不利的弱势地位，且证券交易的高度技术性决定了主观过错(欺诈故意)得到证明的可能性微乎其微。要求投资者证明证券公司的主观过错既不利于向弱势投资者提供有效救济，也不利于证券立法整体利益规划的实现，最终有损于公平正义的法律理想。因此，权衡投资者与证券公司地位的差别和利益的均衡，对证券公司违反投资者适当性原则侵权责任之归责原则应采过错推定。诉讼中应实行举证责任倒置。证券商应对其履行适当性义务的行为负有举证责任，除非其能够证明已经履行的适当性义务，否则因根

据对适当性义务违反的程度,承担相应赔偿责任。客户可以要求证券商进行赔偿或者将其因证券商未履行适当性义务而造成的投资损失归属于证券商。

事实上,在目前的金融实践中,由证券商对履行投资者适当性原则承担举证责任也并非对证券商施加的额外的负担。因为不管是证监会的规范性文件还是证券交易所的自律性规范,对证券公司履行投资者适当性原则义务的行为都要求以书面或者电子方式记载、留存。证券公司在履行适当性义务时,首先需要根据投资者的资金实力、知识储备及风险承受能力确定投资者的类型;在充分认识客户的基础上,券商应向客户履行告知义务,将投资的相关风险、可能造成的损失及客户准备从事的产品性质明确告知客户;同时,券商应采取签署书面文件等方式确保客户对有关内容的知悉。例如,《关于加强证券经纪业务管理的规定》(证监会公告[2010]11号)要求,建立健全客户适当性管理制度,为客户提供适当的产品和服务。证券公司应当根据客户财务与收入状况、证券专业知识、证券投资经验和风险偏好、年龄等情况,在与客户签订证券交易委托代理协议时,对客户进行初次风险承受能力评估,以后至少每两年根据客户证券投资情况等进行一次后续评估,并对客户进行分类管理,分类结果应当以书面或者电子方式记载、留存。

证券公司应当事先明确告知客户所提供产品或者销售产品的风险特征,按照规定程序,提供与客户风险承受能力相适应的服务或产品,服务或产品风险特征及告知情况应当以书面或者电子方式记载、留存。证券公司认为某一服务或产品不适合某一客户或者无法判断适当性的,应当将该情形提示客户,由客户选择是否接受该项服务或产品。证券公司的提示和客户的选择应当以书面或者电子方式记载、留存。在《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(证监会公告[2009]14号)第四条规定:“证券公司应当建立健全创业板市场投资者适当性管理工作机制和业务流程,了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验、风险偏好及其他相关信息,充分提示投资者审慎评估其参与创业板市场的适当性。”第五条规定:“投资者申请开通创业板市场交易时,证券公司应当区分投资者的不同情况,向投资者充分揭示市场风险,并在营业场所现场与投资者书面签订《创业

板市场投资风险揭示书》。”因此,由证券公司承担举证责任并不至于给证券公司造成很大的负担,同时会促使证券公司更规范履行投资者适当性原则,切实保护投资者利益。

二、因果关系

因果关系作为联系违法行为与损害之间重要的逻辑纽带,是侵权损害赔偿的核心问题,也是长期困扰理论界与实务界的一大难题。就证券领域民事赔偿案件而言,由于证券交易的特殊性,投资者举证的困难,如何判定被告侵权行为与原告损害之间的因果关系更显棘手,并成为实现证券民事救济的主要难点。

从证券市场发达的美国立法和司法的经验看,在涉及公开证券市场的案件中,美国法院根据市场欺诈理论建立了因果关系推定规则。我国最高法院在“虚假陈述的民事赔偿规定”中,立足我国侵权赔偿诉讼的因果关系理论,借鉴国外的市场欺诈理论和信赖推定原则,对因虚假陈述引发的民事赔偿案件中因果关系的认定也实行了“因果关系推定”,即在投资者的损失与上市公司虚假陈述之间的因果关系确定方面,明确了只要上市公司存在虚假陈述,投资人在虚假陈述期间买进或者持有股票,在虚假陈述曝光后卖出受到损失的,就可以认定虚假陈述和投资者损失之间存在因果关系。至于举证责任,原则上并不要求原告举证,而是允许被告进行抗辩。

在证券公司违反投资者适当性原则的侵权责任因果关系中,也应当适用因果关系推定。其一是因为证券公司违反投资者适当性原则的侵权行为也属于证券市场特殊侵权行为,同样存在投资者举证困难等问题。其二是因为证券公司违反投资者适当性原则的侵权行为的表现形式与证券公司信息披露不实、信息遗漏等虚假陈述行为有很大的相似性,适用认定虚假陈述和投资者损失之间的因果关系推定规则比较符合理论和实践需求。

实践中,由于我国现有理论未能给因果关系的认定提供系统可行的理论支持,致使为了正确判断责任的归属,理论界与实务界不得不再援用过错理论弥补有欠周延的因果理论所留下的法理空白。²¹实务中往往对行为人过错的推定与对因果关系的推定实质上合二为一,只要推定行为人存在过错,那么就认定行为或物件与损害事实之间存在着因果关系。

作为侵权责任构成要件的两个关键因素，因果关系尤其是法律上的因果关系与行为人的过错之间存在密切联系，在既定的损害事实基础之上，查找损害发生的真正原因，既涉及到因果关系问题，也会涉及到过错问题。但是，因果关系是承担责任的客观基础，过错则是承担责任的主观条件。因果关系推定与过错推定合二为一，实质上是在因果关系不清的情况下由过错单方面决定侵权责任，显然是以过错要件代替了因果关系要件，使侵权责任失去了客观基础。在证券侵权责任的确定中，基于当事人双方不同的举证能力，特别是基于公平、诚实信用等诸事实因素，各国证券法一般规定了以过错推定或无过错责任作为虚假陈述责任人的归责原则。从归责原则角度看，在过错推定原则下，着重由被告自己证明其主观上没有过错；在无过错责任原则下，原告只要证明其损害事实的存在即可，无须证明被告具有主观过错。但是，过错的认定结果并不能自然形成因果关系的确定，就民事责任确定过程的逻辑而言，只有在因果关系得以确定的基础上，过错的认定才有必要。在证券侵权责任的认定过程中，在投资者提供侵权行为的初步证据后，推定投资者的损失为侵权行为人的行为所致，这种因果关系推定为侵权行为人承担责任奠定客观基础。至于侵权行为人的主观过错，则需在此基础上依据针对行为人的不同归责原则来予以确定。因此，不能因为推定行为人存在过错，就断定其行为与损害事实之间存在因果关系。

三、免责事由

随着投资者适当性原则从规范之初的行政监管或自律性管理需要，发展成为包含较为丰富的权利义务内容的成熟投资者利益保护制度，如何平衡投资者和券商在证券买卖以及证券推荐业务中双方的权利义务关系也是完善该制度的重要范畴。其中，对券商免责事由之规范就是实现双方利益平衡的重要机制。

首先，投资者拒绝提供相关信息或虚假提供信息的情形。适当性原则的关键在于金融机构需要掌握客户的正确信息。在金融机构接受客户开户或者缔结合同时，证券商应充分了解客户的相关财务状况、投资经验、投资目标和风险承受能力。根据法律规定，交易商应要求客户提供必要的证明材料对自己的财务状况、投资经历

等进行说明，如果缺乏相关资料，交易商应拒绝客户的交易要求。因此，当证券公司履行尽职调查义务时，如果投资者没有提供必要的相关信息，则不视为证券公司违反义务，也就不承担相应责任。此外，投资者提供虚假信息致使证券公司做出错误建议时，只要金融专业机构能够证明自己执行职务行为履行了应参照的行为准则，就视为无过错，就应由投资者自负其责。《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》第六条就规定：“投资者申请开通创业板市场交易，应当配合证券公司开展的投资者适当性管理工作，如实提供所需信息，不得采取弄虚作假等手段规避有关要求。投资者不配合或提供虚假信息的，证券公司可以拒绝为其提供开通创业板市场交易服务。”

其次，投资者在明知的前提下要求证券公司提供风险较高的产品时，由投资者自负其责。

投资者适当性原则的本质是为投资者利益保护提供信息披露和反欺诈之外的制度供给，因此，投资者在明知的情形下，可以放弃投资者适当性原则的保护，这也符合权利放弃的法理。²²因此，在投资者明知其所购产品超出其风险承受能力而依然要求投资的，证券公司可以为其提供服务，但依然承担尽职调查和风险披露义务。例如，《创业板市场投资风险揭示书》就规定，对于尚未具备两年以上交易经验，确认已阅读并理解创业板市场相关规则及上述风险揭示书的内容，具有相应的风险承受能力，自愿参与创业板市场，并愿意承担相关的各种风险，证券公司应当在营业场所现场与其签署《创业板市场投资风险揭示书》，并要求投资者就自愿承担市场相关风险抄录一段特别声明。

总之，在金融机构诚实且忠实地运用其技能、经验及判断，其所提供的建议符合适当性且尽说明风险之义务时，投资者就应对其金融商品的投资表现及收益负责。

四、损害赔偿的确定

证券市场瞬息万变，投资者的损失是市场多种因素综合造成的。如何区分因证券公司侵权行为造成的损害和正常市场风险带来的损害是证券损害赔偿的主要难点之一。证券公司违反投资者适当性原则造成的损害既可以是直接损失，也可以是间接损失。但不管是直接损失还是间接损失，如果投资者未卖出股票或客观上不能卖

出股票时,其所受的损失仅是账面上的,而账面损失不等于现实确定的损失,随着时间的推移和市场行情的变化,这种账面损失甚至可能被填平。因此,证券侵权行为造成损害的表现与计算具有复杂性,确定证券侵权责任造成的损失需要运用更多的证券市场专业知识。

鉴于民事赔偿责任的价值取向主要在于充分补偿投资者受损利益,损害赔偿的功能就在于填补损害,因此,在证券公司违反投资者适当性原则造成投资者损失时,主要依据实际损失规则,责任人的赔偿范围是受害者支付的价格与证券交易的真实价格之间的差价。如果还存在其他损失的,可以要求赔偿损失。

实践中,由于证券市场交易活动的特殊性,诸如同样的市场交易外观但有不同的交易目的²³,以及证券市

场价格具有变动性,而且变动的频率和幅度要大于一般商品的市场行情等特点,确定证券公司的侵权行为与投资者损失之间的损害赔偿范围的要点包括:其一,要区别投资者的损失是对方侵权行为造成的,还是证券市场行情变化的自然结果。其二,要区别投资者的损失是对方侵权行为造成的,还是投资者自己的投资判断失误造成的。其三,在侵权行为发生后,如果市场行情发生有利于投资者的变化,投资者是否采取了止损措施,如果能采取而未采取,则投资方扩大的损失就与侵权行为没有因果关系。其四,在确定投资者的损失时,要考虑投资者当时参与证券交易的目的,必须按照当时的交易目的确定其损失。 ■

(本文荣获本刊首届学术论坛优秀论文二等奖)

注释

1. 武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第三册),法律出版社2010年12月版,第131页。

2. BIS, Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services, April, 2008, at 4.

3. [美] 路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第775页。

4. 例如,《证券公司监督管理条例》(国务院令522号)第29条、《关于加强证券经纪业务管理的规定》(证监会公告[2010]11号)等。

5. 《证券交易所管理办法》第46条规定,证券交易所应当在业务规则中对会员代理客户买卖证券业务做出详细规定。其中也使用了“代理”一词。

6. 《证券法》第112条规定,证券公司根据投资者的委托,按照证券交易规则提出交易申报,参与证券交易所场内的集中交易,并根据成交结果承担相应的清算交收责任;证券登记结算机构根据成交结果,按照清算交收规则,与证券公司进行证券和资金的清算交收,并为证券公司客户办理证券的登记过户手续。

7. 《证券公司融资融券业务试点管理办法》第31条还规定:“证券登记结算机构依据证券公司客户信用交易担保证券账户内的记录,确认证券公司受托持有证券的事实,并以证券公司为名义持有人,登记于证券持有人名册。”

8. 参见南京中院周伦君执笔《委托理财合同纠纷案件司法解释起草工作第二次研讨会会议综述》,载中外民商裁判网2004-11-13。

9. 谈李荣:《银行信托义务的法律构建》,载《财经科学》2006年第11期。

10. 其后的学者引中招牌理论的内涵,认为所谓公平交易系指证券商依照该行业的专业标准,公平地为客户提供适当的服务。若有违反,其行为可能构成对客户的损害赔偿,则可能受到主管机关的行政处罚,甚至可能构成证券欺诈。

11. 何颖:《金融交易的适合性原则研究》,载《证券市场导报》2010年第2期。

12. 武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第三册),法律出版社2010年12月版,第154页。

13. Robert H. Mundheim, Professional Responsibility of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine, 1965 Duke L.J. 445 1965.

14. Peter Cartwright, Consumer protection in financial services, London, England: Kluwer Law International, 1999, pp.128-136.

15. 罗永辉、邵亚雄:《金融消费者信赖权与金融机构信赖义务分析》,载《湖南财政经济学院学报》2011年第3期。

16. Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, Thomson West, 2006, at 672.

17. “法律渊源”这一术语迄今尚未在西方法理学中获得一致的含义。通行的观点一般将其划分为两大类,即正式渊源和非正式渊源。正式渊源意指那些可以从体现为权威性法律文件的明确文本形式中得到的渊源,主要有宪法和法规、行政命令、行政法规、条例、自主或半自主机构和组织的章程与规章、条约与某些其他协议,以及司法先例。而非正式渊源是指那些虽然尚未在正式法律文件中得到权威性或至少是明文阐述与体现的,但具有法律意义的资料 and 值得考虑的材料;包括正义标准、推理、衡平法、公共政策、道德信念、社会倾向和习惯法等。参见湛中乐:《论中国行政立法的扩展与法律监控》,载北大法律信息网。

18. 徐明、卢文道:《证券交易所业务规则法律效力与司法审查》,载《证券法苑》第二册,第266页。法律出版社2010年6月版。

19. 参见王泽鉴《侵权行为法之危机及其发展趋势》,载《民法学说与判例研究》(第2册),中国政法大学出版社1997年版,第205-207页。

20. 叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年6月版,第234页。

21. 王旻:《侵权行为法上因果关系理论研究》,载《民商法论丛》第11卷,第552页。

22. 武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第三册),法律出版社2010年12月版,第158页。

23. 如同是股票交易,但交易者的目的可能是博取差价、长期投资、控制公司、获取特定资格。投资者交易的目的不同,其收益或损失的计算方法和结果也不相同。