

金融机构适当性义务的法律性质与司法审查

——基于裁判分歧的分析与展开

叶冬影

(中国人民大学法学院,北京 100872)

摘要: 为加强对金融市场投资者的保护,各国金融法制已普遍建立金融机构适当性义务规则。我国在部分金融立法中引入适当性义务,约束金融机构的行为规范也日臻完备。然而,由于我国金融立法尚未全面接纳适当性义务,在司法实践中也出现了金融机构与投资者之间法律关系界定混乱,以至于投资者请求权依据不明;金融机构履行适当性义务的司法审查偏于形式化、金融机构履行风险揭示义务认定难等问题。为了更好地发挥适当性义务的规范功能,应当将金融机构与投资者之间的关系主要界定为金融服务关系,以明确投资者的请求权基础。在判断金融机构履行适当性义务时,应兼顾程序审查和实质审查两个维度,并结合格式合同和说明义务,来认定金融机构是否履行风险揭示义务。

关键词: 适当性义务;裁判分歧;法律关系;请求权;司法审查

中图分类号:D922.29 文献标志码:A 文章编号:1000-2154(2022)11-0071-13

DOI:10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2022.11.006

Legal Nature and Judicial Review of the Appropriateness Obligation of Financial Institutions: Analysis and Development Based on Referee Disagreement

YE Dongying

(School of law, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: In order to strengthen the protection of investors in financial markets, the appropriate obligation rules of financial institutions has generally been established in the financial legal systems of various countries. The introduction of appropriate obligations in some financial legislation and the regulation of financial institutions are becoming more and more complete. However, because our financial legislation has not fully accepted the appropriateness of duty, in judicial practice, the definition of legal relationship between financial institutions and investors is confused, and the basis of investors' right of claim is unclear. At the same time, the judicial review of financial institutions' performance of appropriate obligations tends to be formalized, and it is difficult to identify financial institutions' performance of risk disclosure obligations. In order to better play the normative function of the obligation of appropriateness, the relationship between financial institutions and investors should be mainly defined as the relationship of financial services, so as to clarify the basis of investors' claims. When judging the appropriateness of financial institutions' performance of obligations, we should take into account the two dimensions of procedural review and substantive review, and determine whether financial institutions perform risk disclosure obligations by combining standard contracts and explanatory obligations.

Key words: obligation of appropriateness; referee disagreement; legal relationship; right of claim; judicial review

收稿日期:2022-02-13

基金项目:国家社会科学基金一般项目“民法典动产担保交易规则的规范构造与解释适用研究”(22BFX071)

作者简介:叶冬影,女,博士研究生,主要从事公司法与担保法方向研究。

一、引言

金融机构向投资者销售金融产品,既可发挥金融机构提供金融服务的功能,也可以满足投资者的投资需求。但是,金融产品是按照特殊的财务和法律结构设计的复杂产品,在交易中采用了投资者难以了解的定价机制,存在严重的信息不对称,容易将普通投资者置于风险中。为平衡金融机构与投资者之间的关系,促进金融市场健康发展,各国采用“干涉主义”立场,普遍规定金融机构的适当性义务。适当性义务系指金融机构应以适当方式向投资者推荐或销售金融产品,应当判断该产品与投资者的经济状况、风险承受力、投资需求是否相匹配,以减少投资者遭受的损失。在2008年国际金融危机后,我国学术界开始关注金融机构适当性义务,金融监管机构陆续发布了多项部门规章和规范性文件,其重点在于监管金融机构、规范金融机构的销售行为,但未涉及金融机构的赔偿责任。2012年修订的《证券投资基金法》、2019年修订的《证券法》和2022年制定的《期货和衍生品法》简要提及金融机构适当性义务和赔偿责任,仍未具体规定金融机构赔偿责任,法院在裁判时遂出现向一般民事法律逃逸的现象。

为指导法院妥善处理投资者请求金融机构承担赔偿责任的案件,最高人民法院(以下简称最高法院)于2019年11月发布《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》)并在“五、关于金融消费者权益保护纠纷案件的审理”中设置了7个条款,系统规定了金融机构适当性义务,初步厘清了适当性义务的内涵,建立了金融机构违反适当性义务的认定标准,解决了法院审理的部分难题。然而,《九民会议纪要》“不是司法解释,不能作为裁判依据进行援引”,^①适当性义务规则在适用中仍存在诸多问题。加之,《商业银行法》和《信托法》未明确规定商业银行和信托公司的适当性义务,未能厘清金融机构与投资者之间关系的性质,法院在处理涉及金融机构违反适当性义务的赔偿案件时,仍需结合《九民会议纪要》提供的裁判指引。本文首先梳理分析各地法院的裁判案例,以发现涉及金融机构适当性义务及赔偿裁判中的问题;其次从金融机构与投资者之间法律关系的性质及投资者的请求权基础出发,夯实法院裁判的法理基础;最后结合我国司法实践中的重点难点,分析法院在认定金融机构履行推介义务和风险揭示义务时的审查标准,为完善金融机构适当性义务体系提供借鉴。

二、适当性义务的规则发展与裁判现状

依照实证法解决争议的前提之一就是发现裁判依据,原告在起诉时需要明确其赔偿请求的法律依据,法院在处理案件时,需要对该法律依据是否妥当予以审查。然而,适当性义务最初属于道德义务或者金融业惯例,后来才逐渐变成一种法定义务。然而,哪些义务是强度较高或较低的义务,哪些义务是行为义务或结果义务,在认识上难免存在分歧,我国法院裁判立场也处于变化中。

(一) 我国适当性义务的规则演进

适当性义务是规范金融机构推荐和销售金融产品的重要规则,在我国经历了从起源到被逐渐认可,再到深化发展的三个主要阶段。原银行业监督管理委员会(后于2018年与保险业监督管理委员会合并,合称为银行保险监督管理委员会,即“银保监会”)2005年颁布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》。^②该暂行办法及其配套法规最早提到金融机构适当性义务的主要内容,随后引起学术界针对“银行对客户的适当性义务、告知义务”的关注和讨论^[1]。其间,学术界曾采用过“适当性管理义务”“适当性规则”“适当性制度”等多个词语,有的学者甚至将其归入“信息披露义务”^[2],这说明学术界在适当性义务的内涵和适用

^①最高人民法院《关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》(法〔2019〕254号)。

^②中国银行保险监督管理委员会于2018年9月26日发布《商业银行理财业务监督管理办法》,并同时废止了《商业银行个人理财业务管理暂行办法》及其配套规章。

上存在分歧。经过10年左右的发展,学术界已基本统一采用“适当性义务”的词语。随后,立法机关、国务院和证券监管机关开始关注适当性义务。全国人大常委会2012年修订的《证券投资基金法》第99条提及基金销售机构的“风险提示义务”,《证券公司监督管理条例》第29条提及证券公司应当了解客户和产品,形成了证券公司适当性义务的雏形。中国证监会2018年发布《证券期货投资者适当性管理办法》,首次对证券期货经营机构的适当性义务作出专门规定。2018年4月27日,中国人民银行、银保监会、中国证监会和国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》^①(以下简称《资管指导意见》),细化了各类金融机构适当性义务的内涵,对与此相关的产品类型、投资者分类、投资理念等作出规定,初步形成了由行政法规、部门规章和规范性文件构成的规范体系。

自2019年开始,金融机构适当性义务规则进入深入发展的阶段。立法机关开始广泛采用“适当性义务”的词语并将其规定为金融机构向投资者承担的重要义务。随着2019年《证券法》的修订和2022年《期货和衍生品法》的出台,我国已形成了由《证券法》《证券投资基金法》《期货和衍生品法》《资管指导意见》和行政法规搭建的金融机构适当性义务规范体系,标志着适当性义务规则的发展进入了新时代^[3]。然而,金融机构适当性义务目前主要适用于证券以及期货和衍生品市场,《商业银行法》和《信托法》未明确规定金融机构适当性义务。但在实践中,投资者主要通过商业银行等购买金融产品,《商业银行法》和《信托法》对此缺少规定,容易造成法律适用上的困难。同时,金融产品种类繁多,金融合同内容有别,案件事实和类型也有差异,投资者对“适当性义务”的理解存在分歧,法官在处理涉及适当性义务的赔偿案件时,遇到不少难题和障碍。

伴随着立法发展,最高法院第八次全国法院民事商事审判工作会议较早提出金融机构对金融消费者负有适当性义务,明文规定举证责任倒置规则,^②此后,各地法院处理了多起涉及适当性义务的案件。最高法院2019年11月发布的《九民会议纪要》为法院适用金融机构适当性义务扫清了障碍。该纪要第五部分系统规定了适当性义务规范的内容,第72条至第78条分别规定了适当性义务的概念、法律适用、责任主体、举证责任分配、告知说明义务、损失赔偿数额和免责事由等。因此,如果说《证券法》《证券投资基金法》和《期货和衍生品法》主要规定了金融机构适当性义务的行为规范,那么《九民会议纪要》则明确了裁判说理依据,两者在逻辑上是连贯的、在精神上是一致的、在内容上是互补的,《九民会议纪要》充实了《证券法》《证券投资基金法》和《期货和衍生品法》的内容,也填补了《商业银行法》和《信托法》规定的不足。

迄今为止,我国已形成了由法律、行政法规、部门规章、规范性文件及《九民会议纪要》共同搭建的适当性义务规则体系,其在内容上主要包括四项。第一,了解客户(投资者)信息,这是适当性义务的基础内容,即金融机构需要了解客户的基本信息,包括职业、财产状态、风险承受能力等,有时还要了解投资者的家庭成员等信息。金融机构收集和了解信息的义务存续于金融交易合同的全过程。第二,了解金融产品的特征,这是适当性义务的核心内容之一。产品特征是投资者作出投资决定的重要依据,金融机构应以其专业能力,获取和甄别产品信息,并如实告知产品信息和风险。第三,适当推荐金融产品,即在了解客户和金融产品的基础上,金融机构应基于投资者的需求和承担能力等,向其推荐合适的金融产品,合理约束投资者买入不适合的金融产品。第四,如实说明告知,即金融机构在金融产品的推荐和销售中,应当如实向投资者作出解释说明,不虚假宣传,当金融市场发生重大变化时,也应及时告知。

(二)《九民会议纪要》发布后的裁判梳理

为了反映涉及金融机构适当性义务案件的整体情况,笔者在无讼网站和中国裁判文书网上,以“适当性义务”“适当性原则”“适当性评估”等关键词进行检索。根据检索,我国法院在《九民会议纪要》发布前处理的涉及金融机构适当性义务的案例较少,《九民会议纪要》首次提出适当性义务的裁判指引后,涉及

^①参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号)。

^②参见最高人民法院《第八次全国法院民事商事审判工作会议纪要》(商事部分)“二、关于证券投资类金融纠纷案件的审理问题”。

金融机构违反适当性义务的案例数量快速增长。2019年11月14日后判决的案例,总数有85起。其中,2019年11月14日至2019年12月31日共64起,2020年至2021年下半年有21起。该85起案件的案由涉及合同纠纷、金融委托理财合同、财产损害赔偿纠纷和侵权责任纠纷四类,具体情况如表1所示:

表1 案例的案由

| 案由 | 合同纠纷 | 金融委托理财合同 | 财产损害赔偿纠纷 | 侵权责任纠纷 | 总计 |
|-------|-------|----------|----------|--------|----|
| 判决书数量 | 3 + 7 | 16 + 8 | 5 + 6 | 40 | 85 |

表1中,“+”前的数字代表2019年的数据,“+”后的数字代表2020年的部分数据。在2020年的21个案例中,案由包括“合同纠纷”“委托合同”“金融委托理财合同”“财产损害赔偿纠纷”。其中,“侵权责任”的案由只出现在2019年,主要原因是《九民会议纪要》在整体上将涉及金融机构违反适当性义务的案件纳入合同纠纷中,但未排除金融机构承担侵权责任的情况,遂以“财产损害赔偿纠纷”替代此前的“侵权责任”。丰富的案由说明违反适当性义务案件的复杂性,反映了法院在投资者与金融机构、发行业者之间关系认定上存在模糊性。

再以“适当性义务”为关键字搜索,还获得8起案由为金融借贷的案例。在此类案件中,要么是原告上诉时主张“金融产品发行人未尽适当性义务,造成消费者损失的,应当承担赔偿责任”,^①要么是被告主张“其与原告之间形成理财合同关系”。^②但法院认定原被告“签订的是借款合同”或因“被告无法提供证据证实理财产品已经经过审批,且被告亦非具备发布理财产品的金融机构,不符合理财合同的构成要件,双方形成民间借贷关系”。从这8起借贷纠纷案件的裁判文书来看,也涉及金融机构适当性义务,但因法院系按借款纠纷作出处理,本文未将其纳入金融机构违反适当性义务的纠纷案件中,具体情况如表2所示。

表2 法院认定结果

| | 认定金融机构已履行 投资者适当性义务 | 认定金融机构未尽 投资者适当性义务 | 金融机构与投资者 按过错比例承担责任 |
|------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| 2019年的判决件数 | 15 | 47 | 2 |
| 2020年的判决件数 | 9 | 12 | 0 |
| 总计 | 24 | 59 | 2 |

另据学者此前作出的统计,在2009年至2015年之间有15起案例。其中,只有2份判决支持了投资者的赔偿请求,该概率在第八次全国法院民商事审判工作会议前长期保持在13%左右^[4]。在2018年,投资者获得赔偿的比例可能在40% - 50%之间。但在《九民会议纪要》发布后,法院认定金融机构违反适当性义务的概率增至70%左右。综合来看,自我国提出适当性义务以来,案件数量逐年增加,投资者胜诉率大幅提高,但投资者和金融机构按份额承担责任的比例较低。

(三) 违反适当性义务的裁判难题

通过分析85件案例的裁判文书,可以发现,法院在审理涉及适当性义务案件时,主要面临法律关系认定混乱、司法审查形式化、说明义务地位模糊三个难题,这三个难题直接影响到法院的裁判结论。

1. 投资者与金融机构的关系认定混乱。金融机构在将自己发行或他人发行的金融产品出售给投资者时,会与投资者签订以委托理财为主要内容的合同,法院通常认定此类合同属于“委托理财合同”“融资融券合同”或“金融服务合同”。在诉讼中,金融机构常以其仅系金融产品推荐人、推介活动与投资者损失之

^①章石堂、郑美英金融借款合同纠纷案,河南省南阳市中级人民法院(2020)豫13民终1473号民事判决书。

^②王强与海南海航航空信息系统有限公司、海航集团有限公司民间借贷纠纷案,广东省广州市白云区人民法院粤(2020)0111民初35097号民事判决书。

间无因果关系等予以抗辩。对此,不少法院在判决时回避了投资者和金融机构之间关系的分析,而仅对责任承担作出裁判。如株洲市中级人民法院在审理“兰晓胜、中国建设银行股份有限公司株洲市分行等与株洲华泰股权投资基金管理有限公司、唐太平等侵权责任纠纷”系列案(共40起)时,即以“本案系金融产品发行人、销售者以及金融服务者与金融消费者因销售高风险等级金融产品和为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务而引发的民商事案件”来概括各主体之间的关系。不过,通过分析法院对纠纷案由的归类,仍可大致了解法院对案涉法律关系的认识。由于目前案由主要包括“侵权责任”“财产损害赔偿纠纷”“(金融)委托理财合同纠纷”“融资融券交易纠纷”等,在采用“侵权责任”或“财产损害赔偿纠纷”案由时,通常表明法院将所涉及适当性义务纠纷纳入侵权责任领域^[5],在采用“委托理财合同”或“融资融券交易纠纷”案由时,则表明法院倾向于认定金融机构与投资者之间存在合同关系。

2. 适当性义务履行的司法审查偏于形式化。法院在诉讼中,主要审查金融机构在了解投资者信息、金融产品特征和适当推介上是否尽到适当性义务,但案例显示法院审查偏于形式化^[6]。例如,针对了解客户信息,法院容易省略这一内容的实质要求,而主要根据金融机构与投资者之前的往来及投资者的投资经验等作出判断。关于了解投资产品特征的审查,法院通常依托于推介或销售人员系金融机构工作人员、理应了解金融产品的特征和风险类别等加以判断。在85起案件的裁判文书中,法院针对金融机构“了解客户的相关信息”和“了解投资产品特征”的查明,往往一笔带过,而将审查重点放在金融机构是否履行适当推介义务上。其中,适当推介的审查重点分为两部分:一是金融机构是否对投资者进行风险评估;二是金融机构是否向投资者销售不适当的金融产品。按照规定,金融机构在向投资者推介或销售产品前,必须对其进行风险评估并形成对应的书面文件,该书面文件通常采用金融机构提供的格式文件,法院则将审查重点放在“签字”的形式审查上。投资者的“签字”常被法院认定为金融机构已进行风险评估,投资者应对自己的签字行为负责。以“中国民生银行股份有限公司合肥马鞍山路支行、刘奇委托理财合同纠纷案”为例,合肥市中级人民法院二审判决书认为,刘奇作为完全民事行为能力人在“证券投资基金投资人权益须知”上签字确认,即代表其充分理解和认知文中提示的各项风险,因此自身亦应就投资损失承担一定的责任,所以即使金融机构存在欺诈行为,仍酌定刘奇自身承担20%的责任。^①在金融机构已对投资者进行评估后,多数法院依据该评估结论来判断金融机构是否履行了适当推荐义务,很少再对投资者信息和产品特征等作出审查。因投资者通常都会在评估问卷上确认签字,如果投资者无法推翻评估问卷,法院通常会认定投资者签字的问卷反映了投资者的真实意思。

3. 风险揭示义务履行认定难。如何判断金融机构是否履行风险揭示义务,是司法审查的另一难题。85起案件的裁判文书都提及了金融机构揭示风险义务。在实践中,风险告知文件几乎全部采用制式条款,法院主要根据投资者签字来作判断,录音录像可作为辅助判断的证据。若无其他证据,法院偏向于认定金融机构已完成风险告知义务。以“邢鑫海与国盛证券资产管理有限公司委托理财合同纠纷案”为例,^②一审法院指出“原告已签署了列明资产变现风险、现状交付风险、延期交付风险等各类风险的风险揭示书,明确愿意自行承担参与资管业务的风险和损失,故即便风险等级不匹配,被告在实质上也已经进行了特别的风险警示”。这种“签字即履约”的推理不利于投资者。

因上述难题未能破解,在实践中遂出现不同裁判结论。以金融机构虚假宣传为例,有的法院判决金融机构承担全部责任,而有的法院则从公平原则出发,判决投资者就其过错而承担部分责任。例如,在“胡胜利与中大期货有限公司永康营业部、中大期货有限公司财产损害赔偿纠纷案”^③中,一审法院指出“胡胜利

^①中国民生银行股份有限公司合肥马鞍山路支行、刘奇委托理财合同纠纷案,安徽省合肥市中级人民法院(2019)皖01民终8546号民事判决书。

^②邢鑫海与国盛证券资产管理有限公司委托理财合同纠纷案,广东省深圳市福田区人民法院(2019)粤0304民初31118号民事判决书。

^③胡胜利与中大期货有限公司永康营业部、中大期货有限公司财产损害赔偿纠纷案,浙江省永康市人民法院(2019)浙0784民初2946号民事判决书。

作为完全民事行为能力人,理应知晓投资基金产品的风险,应依照自身的风险承受能力进行合理投资,但其在购买案涉基金时,未充分考虑自身的财务状况,且疏于对金融产品的了解和关注,对本案损失的发生亦具有较小的过错”。上述表2显示,在2019年的2起案件中,法院即判决金融机构与投资者按比例分担责任。由此可见,金融机构与投资者之间的关系、请求权基础、适当性义务的履行、司法审查标准等,是法院判决的难点和学术研究的重点所在。

三、金融机构与投资者之间关系的性质

从案例来看,法院在处理金融产品销售引发的纠纷时,存在不同认定思路。一方面,多数法院认为金融机构与投资者之间存在合同关系,至于其系属何种合同关系,则很少回应。尤其是,金融机构若以中介机构身份参与交易,其与投资者之间是否存在“委托理财合同”?一般认为,若金融机构不是推销自己发行的金融产品,而仅是代为推介、销售他人发行的产品或仅提供中介的理财服务,则不宜使用“委托理财合同”的案由^[4]。另一方面,有的法院重视《九民会议纪要》规定的“高风险等级金融产品”的含义,但认定风险等级的标准不尽一致^[7]。笔者认为,金融机构与投资者之间的关系性质,主要取决于交易的内容和标的,而交易内容和标的又决定了赔偿责任的性质。

(一) 两种销售模式:以代销为主

《九民会议纪要》在“五、金融消费者权益保护纠纷案件审理”的“抬头”部分,采用了“金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者(以下简称卖方机构)与金融消费者之间”关系的表述,因所称“卖方机构”包括发行人、销售者和服务提供者三种,上述卖方机构与投资者在金融产品销售中的关系明显不同,应当将金融机构的销售分为直接销售(直销)和代为销售(代销)。

在直销模式中,金融机构销售的是自己发行的金融商品,金融机构兼具发行人和销售者的双重身份。例如,在基金管理公司发行私募产品时,可直接与投资者签订以理财为主要内容的合同。此时,因金融机构是发行人,投资者是购买者,双方之间签订了以“融资”为实质内容的合同,遂可将此直销关系类比为金融产品发行关系。对于直接模式产生的纠纷,投资者既可以起诉金融机构在签订合同时违反先合同义务,也可能起诉金融机构在签订合同后违反告知义务。

在代销模式中,金融机构系代理发行人向投资者销售金融产品的中介机构,相当于《九民会议纪要》所称的“销售者”,而不是金融产品发行者。金融产品代销模式涉及三方主体,即金融商品的发行人、销售者或代销方(金融机构)以及投资者。发行人与金融机构因签订代理销售协议而形成委托销售合同,发行人与投资者之间存在销售关系,这两类关系比较容易认定,唯有销售者与投资者之间的关系较难认定。《资管指导意见》第2条将“资产管理业务”界定为金融机构“接受投资者委托,对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务”,这一规定符合投资者对金融机构的信赖^[8],反映了保护投资者利益的宗旨,是一种相对妥当的解释。因此,有的法院和学者倾向于脱离传统民事法律关系的类型,认定金融机构与投资者之间构成金融服务关系^[5]。需要指出,发行人可能委托金融机构跨区域代销金融产品,如果投资者与发行人处于不同区域、与金融机构或其分支机构处于同一区域,明确金融机构对投资者承担适当性义务,可以降低投资者向发行人主张权利的成本。因此,将金融机构与投资者之间的关系界定为金融服务关系,是有实务意义的。

针对发行人的直销或代销,需要关注两方面问题。第一,直接和代销虽有所不同,但有时要遵循相同或者相似的规则,例如,要求金融机构必须按照投资者的专业知识、投资经验、资产情况来制订适合的劝诱方案,并确保劝诱行为的适当性,禁止出现不适当的劝诱^[9]。第二,直销和代销通常都会借助互联网平台协助完成销售。例如,金融机构自销金融产品时,通过互联网平台或APP予以推广。金融机构在代销他人金融产品时,也会利用自己或他人运行的互联网平台予以推介。《九民会议纪要》在界定“卖方机构”时规定了“发行人、销售者”,还提及“金融服务提供者”,但互联网平台主要发挥沟通信息和服务交易的功能,其

自身不属于“金融服务”,无法将其归入“金融服务提供者”,^①适当性义务不应及于互联网平台。

(二) 金融产品的等级划分:高风险等级

按照《九民会议纪要》第72条的规定,适当性义务适用于“卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品、保险投资产品、信托理财产品、券商集合理财计划、杠杆基金份额、期权及其他场外衍生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、新三板、创业板、科创板、期货等高风险等级投资活动提供服务的过程中”。在文义上,适当性义务仅适用于“高风险等级金融产品”和“高风险等级投资活动”(以下统称高风险金融产品),而不适用于高风险等级以下的金融产品。这意味着,投资者与发行人或金融机构之间可能存在两种不同的关系:一是以高风险金融产品作为交易标的的交易关系;二是以高风险金融产品以外的金融产品作为交易标的的交易关系。前者为特别关系,后者为一般关系。

因《九民会议纪要》将适当性义务的适用范围限定于高风险等级金融产品,所以法院需要审查金融产品是否属于高风险等级的产品。若金融产品不属于高风险等级的产品,则应当依照民事一般法作出裁判,而不应适用《九民会议纪要》。因此,判断金融产品的风险等级是法院审理的重点,但各地法院的意见和处理方式不尽统一。以“陈义丰、中国建设银行股份有限公司武汉常福新城支行金融委托理财合同纠纷案”为例,湖北省高级人民法院在裁定书中认定“案涉《鹏华中证国防指数分级证券投资基金份额发售公告》显示,该基金属于股票型基金,为证券投资基金中较高预期风险、较高预期收益的品种”。^②与这种清晰表明裁判立场的做法不同,有的法院采用了相对模糊的处理方法。例如,河南省高级人民法院在“刘昊英、光大易创网络科技有限公司等委托理财合同纠纷案”(以下简称刘昊英案)中提出,案涉金融产品在“本质上属于网络借款合同,光大易创公司负责本息的返还和给付”,该案虽未适用《九民会议纪要》,但判决书却未清晰表达出借款型的金融产品不应适用适当性义务的意见。^③同样,辽宁省高级人民法院在“鲍政伟、平安银行股份有限公司大连金州支行财产损害赔偿纠纷案”中指出“根据该评估结果,再审申请人可以购买中等风险或中低风险产品,案涉两款基金产品属于保本型中低或中等风险产品”,^④从而排除了《九民会议纪要》的适用。

关于高风险等级产品的认定,涉及认定程序和认定标准。从认定程序来看,多数法院主要依据发行人的发行文件予以认定,尚未出现委托第三方机构认定金融产品风险等级的做法。这与当事人未主张第三方认定有关,也与何人可以充当值得信任的第三方机构之实际顾虑有关,未来或将成为争议焦点。从认定标准来看,《九民会议纪要》采用的“高风险金融产品”是一个抽象的非法律词语,它意味着法官可参考行业惯例作出自由裁量。然而,自由裁量权过大往往带来困扰。为了稳定金融市场秩序,法院应尽力与金融监管部门发布的规章和规范性文件相协调。例如,2005年《商业银行个人理财业务管理暂行办法》在第11—15条中,曾将个人理财计划分为保证收益理财计划和非保证收益理财计划,非保证收益理财计划再分为保本浮动收益理财计划和非保本浮动收益理财计划。《资管指导意见》第12条则将资产管理产品划分为公募产品、私募产品、固定收益率产品、权益类产品和混合类产品等。法官除可参考上述部门规章和规范性文件以外,还可借鉴域外实务经验。例如,MiFID^⑤曾提出,产品判断是适当性义务的首要内容,能否适应投资者的

^①刘昊英、光大易创网络科技有限公司等委托理财合同纠纷案,河南省高级人民法院(2021)豫民申6048号民事裁定书。

^②陈义丰、中国建设银行股份有限公司武汉常福新城支行金融委托理财合同纠纷案,湖北省高级人民法院(2021)鄂民申158号民事裁定书。

^③刘昊英、光大易创网络科技有限公司等委托理财合同纠纷案,河南省高级人民法院(2021)豫民申6048号民事裁定书。

^④鲍政伟、平安银行股份有限公司大连金州支行财产损害赔偿纠纷案,辽宁省高级人民法院(2021)辽民申3407号民事裁定书。

^⑤MiFID的全称是“Markets in financial instruments Directive”(即欧盟“金融市场工具指令”),于2007年11月1日施行。欧盟委员会后于2012年发布MiFID II,并于2018年1月3日正式实施。

唯一标准就是产品复杂与否^[10]。而复杂与否的判断主体和判断标准规定在《2006/73/EC号指令》第38条“非复杂工具服务规定”中。因金融市场各方主体对产品的理解是存在差异的,从产品开发者到销售者到专业投资者到散户,其理解能力是逐级递减的,该条第(c)款还将“成本—收益”作为复杂与否的判断标准。若某金融产品能为投资者带来稳定的预期收益,如国债,即为非复杂产品;若未来收益不确定,损失甚至可能会超过成本的,即为复杂产品^[11]。

由于产品风险等级是一个综合概念,产品复杂性是一个经验概念,是否属于保证收益的产品则取决于金融产品的合同约定,因此,法院在认定时,应当重视金融产品的合约设计,并兼顾金融产品的复杂程度,在必要时,还需借助外部专家意见。

四、投资者的请求权基础

金融机构在代销金融产品时,与投资者之间形成金融服务关系,应当尽到适当性义务,甚至应当承担“信义义务”^[12],否则,可能触发投资者的损害赔偿请求权,投资者可以主张损害赔偿。然而,“法院在判决民事赔偿责任的法律依据方面分歧很大,包括合同法、侵权责任法,以及特别的监管规定等,……学者对此问题也一直争议很大,特别是合同责任与侵权责任之辩。《九民纪要》在这方面进行了努力,但仍有模糊之处”^[3]。现有案例表明,有的投资者在提起诉讼时,不愿明确其请求为侵权抑或违约赔偿,而倾向于模糊采用“财产损害赔偿”的案由。在刘昊英案中,投资者在回应其请求为侵权责任或违约责任时声称“退一步讲,即便按照合同关系审理,刘昊英与光大易创公司构成个人理财金融服务合同关系,刘昊英可主张侵权,亦可主张服务合同违约,还可向三胞公司行使债权人代位求偿权,该权利行使不需要以存在合同关系为前提”。^①

投资者模糊表达请求依据的原因主要有二:一是投资者与代销的金融机构之间存在合同关系,若其主张违约责任,则只能将金融机构作为唯一的被告,而不能将发行人等列为被告;二是在投资者同时起诉多名被告承担侵权赔偿责任的案件中,有的法院倾向于认定双方争议系属违约争议,应当按照违约责任作出判决,甚至在审判中予以释明,但原告为获得更多赔偿,宁肯由法院作出认定,也不愿将侵权责任变更为违约责任。换言之,投资者系为在同一案件中容纳全部请求,将发行人、销售者和提供者等纳入同一诉讼,目的是简化诉讼程序或提高胜诉后的偿付率。有的法院则为“案结事了”或避免累讼,有时也采用“赔偿责任”等模糊表述,从而避开违约责任与侵权责任之争。

然而,金融机构侵权责任和违约责任,在适用场景、构成要件和法律后果上存在差异。就适用场景而言,侵权责任通常适用于合同未成立、未生效、被撤销或无效等场景,违约责任适用于当事人违反有效约定的场合。在合同成立且生效的场合下,金融机构违反义务并造成投资者受损害的,根据《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)第186条,投资者可以选择追究违约责任或侵权责任,但不能同时主张违约责任和侵权责任。在责任构成上,侵权责任以行为人违反义务、存在过错、行为与损害后果之间存在因果关系为构成要件,投资者请求金融机构承担侵权责任的,通常负担较重的举证责任。但违约责任一般属于严格责任,金融机构违反适当性义务的,除非存在合理的免责理由,否则,都要承担违约责任,投资者举证责任相应较低。在后果上,侵权责任制度保护的是受害人之信赖利益,以使投资者恢复到缔约之前的状态;违约责任以履行利益为保护对象,旨在使得守约方处于合同已正常履行完毕的状态。投资者要求金融机构承担侵权责任,依照《民法典》第584条,就不能主张履行利益;投资者起诉金融机构违约的,金融机构仅在可预见范围内承担赔偿责任。

金融机构违反先合同义务,通常属于缔约过失乃至构成民事欺诈,投资者可以主张撤销合同并要求金

^①刘昊英、光大易创网络科技有限公司等委托理财合同纠纷案,河南省高级人民法院(2021)豫民申6048号民事裁定书。

融机构承担赔偿责任。例如,金融机构未核实投资者信息而向其出售高风险等级金融产品的,投资者可主张金融机构承担由此造成的直接损失。然而,投资者未尝不能主张金融机构承担违约责任。例如,金融机构在代销中已与投资者形成金融服务关系,在金融机构违反适当性义务时,若投资者不主张撤销,则应视为金融服务合同有效,投资者遂可主张金融机构承担违约责任。笔者由此认为,金融机构违反先合同义务的,投资者可以选择提起违约之诉或者侵权之诉。法院在识别投资者的请求依据时,应当综合考虑金融产品的销售流程、金融机构适当性义务的性质及投资者赔偿请求的内容。

首先,金融产品销售的流程。金融产品的代销流程主要是:(1)金融机构与发行人签订代销协议,发行人委托金融机构予以代销;(2)金融机构向投资者作出推介并核实投资者信息,以确定投资者和金融产品之间的匹配度;(3)金融机构与投资者签订合同,并为其开立资金账户和投资账户;(4)投资者将价款转入金融机构账户,金融机构则将金融产品划入投资者名下;(5)在投资者持有金融产品期间,金融机构有义务持续揭示风险。按照该流程,在投资者买入金融产品之前,即使金融机构存在不当推介,但若投资者未与金融机构签订合同或支付价款,也不会发生投资损失。至于金融机构未经投资者同意而开立账户并投资的,投资者可以起诉其构成侵犯姓名权或名称权,但无法主张投资损失。换言之,只有当投资者受到误导并购买金融产品,且金融产品因价格波动而遭遇损失时,投资者才有权要求金融机构予以赔偿。

其次,金融机构适当性义务的性质。有学者提出,金融机构在金融交易合同的建议、磋商、缔结中,基于诚实信用原则,承担将适当的金融产品并以适当的方式推荐或销售给适当的客户的义务,此种适当性义务属于先合同义务^[13]。有的法院支持这种意见,在“徐建芬与深圳前海凯恩斯投资管理公司金融委托理财纠纷案”中,一审法院认为,“从适当性义务的内容看,卖方机构适当性义务的本质为诚信义务在金融产品销售领域的具体化,主要体现为先合同阶段的诚信义务,即合同法第42条规定的先合同义务”。“卖方机构违反适当性义务承担的民事责任为缔约过失责任。”^①二审法院则指出,“凯恩斯公司未能提交有效证据证明其对徐建芬的财产与收入状况、证券投资经验、期望收益、风险偏好、风险承受能力等进行了调查评判,亦未能证明其就案涉基金的特征和风险等进行详尽的了解并告知徐建芬,以便徐建芬对案涉产品作出适当的判断。故凯恩斯公司在向徐建芬推介、销售案涉基金时未尽到适当性审查义务,其对徐建芬的投资损失存在过错,应当承担赔偿责任”。^②根据《九民会议纪要》第72条的规定,卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品……,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,金融机构履行适当性义务时,应当通过提供推介资料、回复投资者咨询、对投资者进行风险承受能力调查等完成。金融机构不作为的,可归入违反先合同义务并应承担缔约过失责任。

其三,投资者主张赔偿的损失类型。投资者在诉讼中要求金融机构赔偿的损失,其成因主要有二:一是金融机构向投资者推荐了不适当的金融产品,投资者因此而遭受损失。然而,低风险等级的金融产品种类繁多,有时难以对比低风险和高等级风险金融产品的价格差别,也就无法认定金融机构造成投资者履行利益受损的范围,从而影响到投资者提起违约之诉。二是金融机构在向投资者推介金融产品时,虽未全面履行先合同义务,但也存在投资者未如实提供信息的情况,甚至存在投资者在开户后持续买入金融产品的情况。此时,若将投资者购买金融产品及遭受的损失完全归咎于金融机构,往往与事实不符,因此,法官不得不同时关注金融机构违反先合同义务、投资者存有过错的复杂情况。

综上,金融机构与投资者之间存在合同关系,不应否认投资者提起违约之诉的正当性,但在多数情况下,将金融机构违反适当性义务归入侵权或缔约过失责任更为合理,因此应当分类确定^[5]。在金融机构直销金融产品时,可以将金融机构类比于证券市场发行人,依此,可以类比证券市场虚假陈述的现有规则,由

^①徐建芬与深圳前海凯恩斯投资管理有限公司金融委托理财合同纠纷案,深圳前海合作区人民法院(2019)粤0391民初2634号民事判决书。

^②深圳前海凯恩斯投资管理有限公司、徐建芬金融委托理财合同纠纷案,广东省深圳市中级人民法院(2020)粤03民终26388号民事判决书。

金融机构承担侵权责任。在金融机构代销他人金融产品时,投资者的请求依据可分为:一是金融机构违反先合同义务、投资者未与金融机构签订金融服务合同的,投资者可主张金融机构承担侵权责任;二是金融机构违反先合同义务并与投资者签订合同的,投资者可主张撤销合同并要求金融机构承担缔约过失责任;三是金融机构在履行金融服务合同中违反持续告知或说明等适当性义务的,投资者可以提起违约之诉。

五、违反适当性义务的认定

在认定金融机构是否履行适当性义务时,法院面临两个裁判观念问题。一方面,“适当性义务”采用了“适当性”的词语,说明在认定金融机构负有何种适当性义务以及是否履行适当性义务中,时常难以直接找到客观标准,而不得不更多依赖法官主观判断。另一方面,金融机构在销售产品中,往往经历从双方当事人接触、金融机构推介到投资者买入的渐进过程,但投资者损失则主要与缔约后的产品价格波动有关,金融机构违反义务与投资者所受损失之间,难以成立当然的因果关系。金融机构在代销产品并作出推介金融商品时,应当履行包括风险揭示在内的说明义务,法院在裁判中需仔细对比正常交易流程与案涉交易流程之间的差异,关注投资者受损的真正原因,准确识别金融机构的推介和说明义务,金融监管应当实现“监管者导向”向“投资者导向”的逻辑转变^[14]。

(一) 推介义务履行:“质”和“量”的审查

适当推介义务可称为适当匹配义务,指在了解客户和金融产品的基础上,将金融产品推介给风险识别能力和承担能力相适应的投资者,做到二者相互匹配、相互契合^[15]。适当推介是适当性义务的核心内容,是法院审查的主要内容。从法律法规、规范性文件及《九民会议纪要》来看,金融机构适当推介义务的内容较为明确,法院在审查中不应过分偏重于形式化审查,而应兼顾实质审查,应在实质法治理念下构建金融机构的适当性义务^[16]。审查推介(匹配)适当性时有两个维度,即“质”的适当性和“量”的适当性。其中,“质”的适当是指金融产品适合相应的投资者;“量”的适当,即从推荐金融产品的数量、收益额等方面考量适合性^[3]。

1. 从“质”上审查推介义务。境外立法针对金融机构匹配义务的规定比较细致,不仅设计出测试与评估程序规范,还为投资者设计了一般性和特定性两层规定。一方面,测试与评估不仅是金融机构了解投资者的必要程序,也是金融机构向投资者推介适合金融产品的前提条件^[17]。《金融期货投资者适当性制度实施办法》和 MiFID 皆规定了对投资者进行评估与测试的程序。根据该实施办法,评估与测试主要针对投资者的专业知识, MiFID 规定的测试与评估内容还包括投资者的投资目的及预期投资水平等。^①我国现有的评估和测试内容,尚未全面反映出投资者的交易能力,无法体现不同机构之间的差异。为便于司法审查,应加入能如实反映投资者真实水平、交易能力等项目的标准,法院应关注投资者基本情况、投资经历、财务状况等实质内容,不应过分依赖金融机构的书面报告。

另一方面,应在发现投资者共同属性的同时,关注投资者的差异性。对普通投资者,金融机构负有一般性的“合理基础的义务”,即金融机构基于合理的测试和评估,应当有合理的基础相信他推荐的产品对于一般的投资者而言是普遍适当的;对缺乏投资经验的投资者、长期合作者乃至高龄老人等,金融机构还应负有特定的义务。例如,在“金祖慧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”中,原告年近70岁,法院认为,即使原告已签署《高龄客户风险认知声明》,但因销售对象是高龄老人,被告应当更为谨慎地履行推荐适当产品的义务,同时也应更加严格,翔实地审核投资人的实际情况,确认老人是否做好受损的准备。法院最终认定,被告虽然也履行了一般匹配义务,但没有履行好特定的匹配义务,所以应

^①参见 MiFID II 第25条“适合性和适当性评估和对客户的报告”的规定。

对原告的损失承担一定的过错责任。^①

2. 从“量”上审查推介义务。FINRA 规定了“量”的适当性,要求金融机构应当合理约束其推介行为,禁止频繁交易等不当行为^[3]。在实践中,推介行为在“量”上的不适当是比较难判断的,通常存在于金融机构的广告宣传中,主要表现为在金融市场发布的“即将售罄”“商品打折”“限量加购”等广告语中,有时,一场又一场的客户答谢会、产品说明会、VIP 客户专场等促销活动,也使普通投资者产生盲从心理,并在冲动下大量买入金融产品^[18]。在实践中,这些行为难以被认定为过错行为,充其量只是一个酌情因素,这种状况与我国未规定的“量”的不适当直接相关。然而,对投资者来说,“量”的适当性仍是重要且不应忽视的。例如,若金融机构对产品收益比率作出适当宣传,可以认定金融机构违反了适当推介义务。

(二) 风险揭示行为:格式合同与说明义务

投资者处于信息弱势地位,又信赖金融机构,这是适当性义务所要“矫正”的主要“扭曲处”。司法审查重点应在于金融机构对于风险揭示义务是否履行到位。针对风险揭示,我国已有具体规定,金融机构不仅要产品的风险特征告知投资者,还要将告知情况以书面或电子方式记载并留存。由于法律规定较为抽象和概括,法院在审查风险揭示义务时,应当结合格式合同和说明义务等予以认定。

1. 多维度审查投资者的风险知悉。金融机构通常将金融产品的风险特性载于《投资评估问卷》或《理财协议书》中,该类文书都是出自金融机构格式文本,其签署页甚至要求投资者签上“本人××确认,本人××已经仔细阅读本协议的所有条款与条件(尤其是加粗和带下划线的重要内容),银行的有关人士已经提醒本人××在签署本协议前可以取走空白协议进行阅读和考虑,并就有关条款进行了充分的说明和解释……经过谨慎考虑,本人××同意接受所有该等条款和条件”。在实践中,法院常以此认定金融机构已履行风险揭示义务。然而,投资者往往只是照抄金融机构提供的文句,未必说明投资者知道金融产品风险所在。法院在审查签字的同时,还应结合格式合同解释规则,审查金融机构是否以显著方式提醒投资者注意产品的风险特性、收益,以及是否切实履行了解释、说明义务。与此同时,投资者也应当向金融机构如实告知相关信息,以便于金融机构对投资者的投资作出较为准确的评价,否则,金融机构可以以投资者违反信息提供义务作为免责的抗辩事由^[19]。针对投资者签署的协议文件,法院已经关注到交易的实质。在“王会兰与中国工商银行股份有限公司北京龙潭支行财产损害赔偿纠纷案”^②中,北京市第二中级人民法院结合实际情况来审查投资者“签字”的含义。在该案中,原告是一个具有丰富经验的投资者,并已在风险评估报告上签字。但法院未据此简单认定原告知晓风险,而是结合原告家人的残疾人证及医院诊断证明、工资账户明细及其家庭成员的账户情况,实质性审查投资者的交易能力。在审理中,甚至采用了“百姓评议团”的模式公开开庭审理,收集评议意见,将其作为认定事实争议的参考,并最终撤销一审判决,支持了原告的部分请求。有学者也因此提出,适合性判断需要以合理的事实为支撑^[20]。若卖方机构简单地以投资者手写了诸如“本人明确知悉可能存在本金损失风险”等内容主张其已履行告知说明义务,但不能提供其他相关证据的,不应认为其已履行了告知说明义务。金融机构在销售金融商品的过程中不能完全以所谓的“程序合规”作为其完成“投资者适当性义务”的标准,而应以“程序合规+实质合规”来证明其对“投资者适当性义务”要求的满足^[21]。

2. 以说明义务补充适当性义务。有学者认为,风险揭示义务系说明义务,与适当性义务相互独立,但在功能上相互补充^[22]。这种主张虽与主流观点有所不同,却为法院审查提供一个有益的角度。说明义务与适当性义务都是适应市场信息不对称而出现的,但关注点不同,我国台湾地区“金融消费者保护法”即分别

^①金祖慧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,江苏省南京市中级人民法院(2017)苏01民终8972号民事裁定书。

^②王会兰与中国工商银行股份有限公司北京龙潭支行财产损害赔偿纠纷案,北京市第二中级人民法院(2019)京02民终15312号民事判决书。

规定了适当性义务与说明义务。^①在理论上,说明义务是信息披露在金融产品领域中的延伸,目的在于确保投资者在作出决策前充分获取信息,以防止金融机构虚假宣传、市场欺诈的行为。但仅有信息披露,尚不足以保护投资者权益,随后才出现适当性义务。说明义务和适当性义务之间关系密切,有时的确难以清晰划分,日本《金融商品销售法》曾将说明义务导入适当性义务中,要求金融机构履行说明义务时“应斟酌顾客之知识、经验、财产状况及与该金融商品之销售有关之缔约目的,以得被顾客理解之必要的方法及程度为之”^[23]。

在我国,既有并列提及适当性义务和说明义务的案例,^②也有将说明义务纳入适当性义务的案例。^③有学者则认为适当性义务是说明义务的上位概念^[24]。在理论上,说明义务与信息披露在观念上是一致的,但规范事项并不一致。其中,说明义务旨在揭示金融产品和金融交易合同的重要内容,适当性义务强调的是投资者和金融产品风险等级之间的匹配度。与此同时,说明义务可以贯穿于金融交易合同签订和履行的全过程,适当性义务主要适用于金融机构向投资者推荐金融产品的场合,两者适用场景有别。例如,在“王满富与渣打银行(中国)有限公司北京中关村支行的金融委托理财合同纠纷案^④”中,渣打银行中关村支行多次向王满富作出风险提示,明确、书面且连续地告知其不能保证产品的收益,根据被告提交的银行电话回访记录,王满富对自己知道且了解案涉产品的事实作出确认。据此法院认定金融机构已履行了风险揭示义务。笔者认为,将说明义务纳入适当性义务中,会过于偏重金融机构向投资者推荐产品,从而忽视金融机构说明义务的地位。因此,可将说明义务作为适当性义务的前置环节和重要内容,但不宜以适当性义务替代说明义务,法院仍应重点审查金融机构是否披露产品信息或揭示产品风险等。

六、结 语

投资者投资热情高涨,助推了金融市场繁荣,也给投资者带来了机会和风险。金融产品种类繁多,有的产品与国债、储蓄等固定收益类资产挂钩,有的与股票等高风险资产挂钩,有的与不良资产等挂钩,各种金融产品的投资风险系数不同。金融产品的结构复杂多样,既有保证收益型等简单结构的金融商品,也有不保证收益的复杂产品,还有多层嵌套的金融产品,更有在金融科技环境下创新的“证券型Token”^[25],投资者对金融产品的认知程度明显不同,投资者作为金融产品的买方,自应承担金融产品价格波动的风险和价格下跌诱发的损失,然而,如果叠加了金融机构违反适当性义务,则会不合理地加剧投资者的风险,迫使投资者远离金融市场,甚至削弱金融市场的功能。在我国,买方自负通常是置于金融交易中讨论和适用,并作为金融交易风险承担的理念基础^[26],基于金融产品的特殊性,需要对金融机构销售行为实施必要的国家干预。金融机构适当性义务作为一种国家干预方式,在遵循“买者自负风险”之传统规则的基础上,附加了“卖者尽责”的特别约束,有效约束金融机构的行为^[27],重新配置了金融机构和投资者之间的权利义务,这不仅提升了投资者保护的水平,也夯实了金融市场稳定发展的基础,增强了金融市场服务实体经济的能力。

①我国台湾地区“金融消费者保护法”第9条第1款“金融服务业与金融消费者订立提供金融商品和服务之契约前,应充分了解金融消费者之相关资料,以确保该商品或服务对金融消费者之适合度”的规定,可归入适当性义务;第10条第1款关于“金融服务业与金融消费者订立提供金融商品和服务之契约前,应向金融消费者充分说明该金融商品服务及契约的重要内容,并充分揭露其风险”的规定,相当于说明义务。

②宗悦西、中国人寿保险股份有限公司河北省分公司人寿保险合同纠纷案,河北省高级人民法院(2020)冀民申7960号民事裁定书。

③上海浦东发展银行股份有限公司运城分行、王朵朵金融委托理财合同纠纷案,山西省高级人民法院(2021)晋民申4670号民事裁定书。

④王满富与渣打银行(中国)有限公司北京中关村支行金融委托理财合同纠纷案,北京市第一中级人民法院(2019)京01民终10745号民事判决书。

参考文献:

- [1]郭雳,温馨.个人理财业务中银行和客户的义务配置——基于产品和契约类型差异性的分析框架[J].金融论坛,2010(7):20-26.
- [2]叶林,黄爱学.论商业银行理财业务中的信息披露义务[J].法治论坛,2010(1):111-120.
- [3]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(2):130-143.
- [4]曹兴权,凌文君.金融机构适当性义务的司法适用[J].湖北社会科学,2019(8):159-169.
- [5]王锐.金融机构适当性义务司法适用的实证分析[J].法律适用(司法案例),2017(20):68-75.
- [6]王国龙.自由裁量及规范化的角色定位[J].内蒙古社会科学,2020(1):80-86.
- [7]商玉玺.金融刑法边界限缩:一种经济学分析框架[J].大连理工大学学报(社会科学版),2021(1):80-89.
- [8]李东方,冯睿.投资者适当性管理制度的经济和法律分析[J].财经法学,2018(4):18-43.
- [9]窦鹏娟.金融衍生品投资者适当性的制度改进与规则完善[J].证券市场导报,2016(6):71-78.
- [10]张美玲,谭金可.论金融衍生品投资者适当性规则的构建——欧盟经验与借鉴[J].湖南师范大学社会科学学报,2014(5):102-108.
- [11]中国证券监督管理委员会.欧盟金融市场工具指令:中英文对照本[M].北京:法律出版社,2010:245.
- [12]刘燕,楼建波.金融衍生交易法律问题的分析框架:跨越金融部门法的界限[J].金融服务法评论,2012(1):3-23.
- [13]张敏捷.投资者适当性原则研究[J].理论与改革,2013(5):183-186.
- [14]郭雳.注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善[J].商业经济与管理,2020(9):92-101.
- [15]张付标.证券投资者适当性制度研究[M].上海:上海三联书店,2015:28.
- [16]冯辉.实质法治理念下金融机构适当性义务的法律构造[J].法学,2022(7):149-162.
- [17]颜延,倪刚.投资者保护与金融机构的适当性义务——以金融衍生产品销售为例[J].学海,2013(3):132-140.
- [18]曲哲涵.购买“开门红”小心这些“坑”[N].人民日报,2018-01-08(2).
- [19]胡改蓉,钱程.投资者适当性管理制度中金融机构的免责机制——以“信赖利益”判断为核心[J].证券市场导报,2021(10):61-70.
- [20]王敏.证券推荐的适合性义务——从职业道德到法律责任[J].环球法律评论,2010(6):69-80.
- [21]郑彧.新证券法下“投资者适当性义务”的实现路径——从“规则监管”到“原则监管”的转变[J].证券市场导报,2021(3):62-68.
- [22]吴烨.金融机构适当性义务的规范逻辑[J].证券法苑,2020(28):281-288.
- [23]陈沈岳.金融消费者保护法下业者损害赔偿责任的初探[J].月旦法学杂志,2011(12):5-25.
- [24]任自力.金融机构适当性义务的规范逻辑[J].法律适用,2022(2):36-47.
- [25]张超.证券型Token发行的监管范式转变[J].行政法学研究,2020(3):119-133.
- [26]陈洁.投资者到金融消费者的角色嬗变[J].法学研究,2011(5):84-95.
- [27]L. B. 科尔森.朗文法律词典[M].北京:法律出版社,2003:59.



(责任编辑 张伟 郑英龙)