

Cases
Review of
M D ispute
Mediation

第三篇

基金专题

案例 1: 私募基金产品纠纷调解案例分析

江琳彬*

一、引言

20 世纪末至 21 世纪初,随着经济社会的不断发展和社会投资需求的不断增加,我国的私募基金业态逐渐兴起。随着私募基金阳光化,中央机构编制委员会办公室将私募基金的监督管理职责划归中国证监会,以及中国证券投资基金业协会行使自律职能等调整,私募基金行业监管工作历经初步探索、启动规范、全面规范的演进历程,由最初的全口径登记备案,到行业整顿、出清“伪私募”、倡导扶优限劣,再到登记备案操作的清单化、透明化,整个行业历经一轮逐步规范,服务实体经济和创新创业成效显著,已成为我国多层次资本市场中充满活力、富有潜力的重要部分。

为依法规范私募基金行业,我国已逐步形成了目前以《证券投资基金法》为核心,各类部门规章和规范性文件等辅助监管的基金监管法律体系。一是基本法。《证券法》《公司法》《合伙企业法》《证券投资基金法》等法律为我国私募基金的规范运作奠定了法制基础。二是部门规章和规范性文件。《私募投资基金监督管理暂行办法》《证券投资基金信息披露管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》《政府出资产业投资基金管理暂行办法》《创业投资企业管理暂行办法》《证券期货投资者适当性管理办法》等。三是自律规则层面由中国证券投资基金业协会制定的“7+4+2+N”自律监管体系。四是证监会派出机构和地方

* 厦门证券期货基金业协会基金部副主任、中证资本法律服务中心兼职调解员。

自律组织的规定。

从整体上来看,虽有专项法律法规框架,但顶层设计不够完善,未实现私募基金统一功能监管、规则监管,市场机构和个人违法违规成本也较低;从市场实际和投资者群体来看,私募基金市场规范时间尚短,市场机构仍然较为鱼龙混杂,非专业化经营甚至违法违规的机构还较多,部分投资者对行业规则了解有限,投资后容易发生各类纠纷,或被“伪私募”蒙骗,再加上众多股权类私募基金退出期小高峰到来,兑付压力和风险来临。未来,私募基金类的纠纷有可能成为一个新的增长点。

本篇就近期一例证券类私募基金产品纠纷调解情况作分析和探讨。

二、案情回顾

已登记证券类私募基金管理人 M 公司于 2018 年 1 月备案了 1 只产品 Y 基金,托管券商为 N 证券公司。2019 年 8 月至 9 月,投资者 A、B、C、D、E 经 M 公司实际控制人 L 某介绍,分别投资 Y 基金 250 万元至 500 万元不等。

2019 年 10 月下旬,Y 基金购买的一只股票 K 连续 5 天跌停,基金净值由 1.019 直线下滑至 0.579,M 公司其间下达卖出指令,但因极端行情无法平仓,数天后才成功卖出,此时的基金净值早已跌穿预警线和清算线,投资者大额亏损。

2020 年 3 月,5 位投资者分别向监管局信访投诉,2020 年 4 月,5 位投资者向调解工作站申请调解,要求 M 公司及其实际控制人 L 某全额返还投资款并计利息,要求 N 证券公司承担连带责任。工作站分别向 M 公司、N 证券公司征询调解意愿,均表示愿意进行调解。

三、案情分析

(一) 投资者投诉依据

5 位投资者认为 M 公司有以下违规违约行为:一是指派无资质人员进行基金销售;二是基金销售未履行适当性审核,未对基金风险作书面揭示;三是未履行投资冷静期制度的回访安排;四是未及时向投资者披露基金操作及净值等重大事项;五是违反基金合同止损条款的操作约定,未按合同约定平仓;六是基金未按合同约

定的投资策略进行量化投资,而去购买“庄股”K 等股票,K 股票涉嫌操纵股价被公安机关调查,Y 基金购买的份额遭到冻结;七是 N 证券公司未履行作为托管人的职责和义务,对 M 公司进行必要警示、限制等措施,应承担连带赔付责任。

(二) 事实调查

基于投资者提供的证据和诉求,我站调解员走访 M 公司进行现场调查,经了解发现,M 公司实际控制人 L 某和法人 Z 某均常驻 H 市,公司目前大股东 J 某实际上为 L 某代持股份,对公司业务不了解,合规风控 Q 某亦对公司持股情况不甚了解。针对投资者反映的 M 公司违规情况,调解员通过现场核查,确认了本案的几个基础事实。

一是 5 位投资者是 L 某的朋友介绍而来,2019 年 8 月至 9 月,与 L 某在 H 市签署基金合同,当时 M 公司指派有从业资格的人员 S 携带合同前往 H 市进行签约。

二是投资者适当性文件齐全,但签署文件时,L 某及 M 公司的销售人员 S 只提示投资者签字,未引导投资者认真查看各项风险条款,风险揭示义务履行不到位。

三是 M 公司已履行投资者冷静期制度的回访义务,并由投资者及回访检查人签署《回访确认函》。

四是 M 公司未严格按照合同约定方式向投资者披露基金净值等信息,且向投资者提供的净值与实际有偏差。

五是基金未按合同要求进行平仓止损操作,确因极端行情无法成交,此项不属于恶意违约,但相关责任人员在特殊情况期间未及时联系投资者并沟通情况,保障投资者知情权,打好预防针,客观存在未及时披露重大信息的责任。

六是双方后续签署了补充协议,取消对单支股票投资比例的限制,但未修改投资策略,Y 基金后续的投资操作未按约定的投资策略进行。

七是 N 证券公司根据托管合同的要求,在发现基金净值跌破止损线后,立即向 M 公司发出了风险提示函,已尽到风险提示义务。

(三) 情况梳理与争议点判断

调解员经过分析提取出以下几点信息。

一是 M 公司内部治理方面存在问题,违反了《私募投资基金监督管理暂行办法》第 25 条“私募基金管理人应当根据基金业协会的规定,及时填报并定期更新管理人及其从业人员的有关信息、所管理私募基金的运作情况和杠杆运用情况,

保证所填报内容真实、准确、完整”的规定。

二是 M 公司在营销过程中,对投资者风险揭示不到位,日常净值披露不准确,特别是极端行情期间未及时向投资者披露影响投资者合法权益的重大信息,违反了《私募投资基金监督管理暂行办法》第 24 条“私募基金管理人、私募基金托管人应当按照合同约定,如实向投资者披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息,不得隐瞒或者提供虚假信息”的规定。

三是 Y 基金合同约定投资策略为“期货策略、量化对冲策略及多策略配置”,与 Y 基金实际重仓投机 K 股票的投资策略不一致,构成违约操作,且投资的 K 股票涉嫌操纵市场行为,从一侧面反映此股票“庄股”的可能性。因此,M 公司的行为是存在过错的,且造成了巨大的损失,监管部门在调解期间也针对 M 公司上述违规行为下发了行政监管措施。

M 公司及实际控制人 L 某对上述行为无异议,表示愿意承担赔偿责任,但双方经过协商,在计息方式上存在争议。

四、调解过程和结果

因投资者和 M 公司实际控制人 L 某均在 H 市,异地加之疫情因素,调解员决定采用电话调解形式先进行背靠背调解,后续视案情推进情况,伺机促成现场调解。鉴于投资者数量较多,调解员制定了“逐个击破”的方针,有人带头达成协议,或能起到连带效应,其他投资者心理受到暗示,或许更容易突破。

本着推进案情、搁置争议的思路,调解员首先摸清 M 公司和 L 某的心理底数,对其违规行为进行说明,试探其担责意愿和口径。L 某表示知晓因公司存在的违规问题,导致投资者出现亏损,表明愿意承担赔偿责任,对投资者提出的本金索求无异议,但利息方面无法接受,最多按照银行利息赔付。

调解员逐个与投资者沟通,一是提示其进行的私募投资行为具有高风险性以及“买者自负”的原则,在签署投资合同时,投资者要对自己的签字行为负责,同时表明会以中立的立场按照“卖者有责”原则判断 M 公司是否存在过错及责任大小,与投资者建立初步信任,并对个别投资者上门骚扰 L 某家庭的行为进行劝导和利

害分析,安抚投资者激动情绪,引导理性维权;二是向投资者理清 Y 基金产品现状,特别是 Y 基金被冻结资产的情况,告知投资者基金财产还是有一定保障的,且 L 某已明确表明愿意承担责任,并将 M 公司协调此事的最新进度及时反馈给投资者。

在沟通中调解员发现,A、B、C 相识,同一时期投资,D、E 为亲戚关系,一同投资。A、B、C 表示,近期 L 某曾与他们私下联系,同意赔付本金及 9.6% 利息,且首付款为本金的 20%,故他们以此为标准进行索求。经核实,L 某并未明确答应此要求,且未留下书面协议。此项争议为双方目前意见不统一的主要原因。经了解,在司法实践上,此类案件大部分判决至多拿回本金及银行利率利息。调解员亦向 A、B、C 表明其提出的 9.6% 利息较高,争取的可能性较小,压低投资者索求期望值;同时,调解员从资金的时间成本方面进行分析,投资者若是一直纠结于利息部分的些许差距,而本金也迟迟拿不到手,时间越长则损失的利息越高,得不偿失。

经过逐个多轮沟通,调解员发现 5 位投资者中出现了一定的分化,3 周后,投资者 D、E 首先表示愿意达成和解,按照本金加银行利息计算赔偿金额并分 12 期支付。攻下一城后,调解员对剩下的 A、B、C 3 位投资者再加以分析,发现 A 平时沟通较为直爽和果断,而 B、C 为一个小团体,投资金额较小但更加计较与 L 某之间前期发生的不愉快,心结始终放不下,不肯松口降低索求。调解员加大对 A 的劝导力度,并沟通 M 公司和 L 某,看是否能够适当再给一些“甜头”促使其达成协议,经过两周的沟通,双方表示愿意按本金加年化 6% 利息达成和解。

对于投资者 B、C,则始终坚持 9.6% 利息要求,调解员对 M 公司及 L 某也分析了司法实践情况,助其分析利弊。经过两周的多番沟通,包括调解工作站建议并促成 B、C 与 L 某在 H 市面对面沟通后,L 某决定同意 9.6% 利息,B、C 不再要求首付 20% 本金,而按 12 期平摊支付,双方最后各自退让一步,达成和解。

五、案例思考和启示

(一) 调解工作方面

私募基金类的纠纷调解在我站尚属首例,在案件处理过程中,笔者进行了一些总结。

一是此类案件金额一般较大,每个投资者投资起点为 100 万元,实际投资者往

往数百万元甚至上千万元,较一般的证券类纠纷标的大了不少,这就造成以往一些小额纠纷的处理经验不适用,例如,赔偿金额不是几千元或者几万元能够满足的,本案例笔者认为有一定的特殊性,M公司及L某一开始就愿意赔付本金,与投资者诉求差别仅在于利息方面,为后续的调解奠定了基础,若是双方的心理预期相差过大,则达成协议的难度较大。

二是私募基金产品往往设置为一批相互认识的投资者设立的“专户”,一旦出现问题,则投资者可能会联名提出诉求,投资者数量较多,各个投资者在利益损失和诉求方面不尽相同,综合处理难度大。

三是私募基金管理人的股东多为自然人,要牢牢锁定最后承担责任的实际控制人,自然人股东比券商的国企股东更灵活,协调可能性或许更大。

(二)行业治理方面

1. 本案例M公司的股权代持情况,在私募基金行业仍然是较为突出的一个问题,一是私募基金管理人多为自然人股东持股,一定程度上便于代持操作;二是部分实际控制人不愿抛头露面,习惯于找一位“代言人”,隐藏身份。一方面,股权代持情况投资者无法明确管理人真实的持股情况,责任情况以及遇到纠纷时,更难以追溯到真正的“事主”,导致无法解决;另一方面,在诚信建设的大背景下,对实际控制人的诚信行为无法准确记录和追踪。在监管实践中,此类机构往往更容易出现违法违规等行为。

2. 在监管实践中,暂未强制要求私募基金管理人按《证券期货投资者适当性管理办法》进行“双录”,但监管部门明确鼓励此做法,“双录”保障了双方的权益,避免出现不必要的纠纷。

3. 据中国证券投资基金业协会(以下简称中基协)统计,在工商登记中含有“投资”“基金”“资产管理”等字样的有限合伙企业中,仅有不到10%在协会登记备案,即大部分是游离于监管之外的,这些公司可能开展P2P、借贷等非私募业务又打着私募的名号,且常常出现无法兑付、“跑路”等情况,部分投资者无法分辨私募机构与之的区别,在合法权益被侵害后,又将其与私募机构混为一谈,对真正的私募行业造成了很大的负面影响。监管部门应加强监管,一方面,保护正规私募公司的良性发展;另一方面,保护投资者合法权益不受侵害。

(三) 投资者教育和选择方面

从投资者的角度来看,特别是普通投资者、个人投资者,基本上比较容易理解私募基金投资下面几个特征:一是私募基金只面向特定的少数投资者募集资金,不得公开宣传;二是私募基金的投资起点较高,且需要特定规模的资产证明;三是私募基金操作较为灵活,有更高的收益可能以及更高的风险。但不少投资者对专业私募的理解、产品运行规律、自身的权利和义务等认知还不够清晰,造成容易被不法分子蒙骗,且容易发生投诉纠纷。因此,对培育投资者群体的专业素养、“卖者有责,买者自负”理念等工作依然任务艰巨,行业在帮助投资者认清“伪私募”,提高专业知识水平,风险防范意识,维护自身合法权益等方面还大有可为。

另外,随着市场的发展和有关制度的健全,在判断投资者投资适当性方面,私募基金管理人有了一定的依据,但难免有一些表面符合规定、实际缺乏理性投资理念或者动机不纯的投资者存在,这会使私募基金管理人在后续工作中遇到很多额外的难题。私募基金对投资者虽有一定门槛限制,财力能够有一定保证,但个别投资者存在集合投资,或在机构“策划”下集合投资的情况,以及个别投资者前期产品赚钱时“你好我好大家好”,后期遇到亏损时就翻脸不认人的情况依然存在。所以,私募基金管理人在选择投资者方面,除进行适当性方面的工作外,也要对投资者诸如性格、背景、其他投资经历、是否有不合理的投诉经历等情况尽可能有所了解,及时发现异常;而投资者首先明确自身是否为合格投资者,不被非法机构怂恿,守住合法合规投资的底线,避免因自身责任导致权益受到损害。

案例 2:适当性管理问题引发理财产品 销售纠纷调解案例

杨统海*

一、纠纷起因

2019年8月12日,投资者王某向中证山东调解工作站(以下简称工作站)递交调解申请,要求A证券公司赔偿他购买基金产品造成的损失并披露产品相关信息。

王某反映,他于2014年10月在A证券公司山东分公司认购了10万元B基金。在产品销售过程中,A证券公司一直宣传该产品是稳健增长理财产品,而且没有作任何风险评估。

A证券公司与王某约定,在产品开放期客户经理会主动联系,但过去两年时间一直没有联系,王某通过网站也无法查询到该产品信息。经电话咨询客服无果后,王某于2019年7月通过“12386”热线对A证券公司进行了投诉,双方没有达成和解。

工作站收到王某调解申请,征询公司同意调解,通知双方选定调解员对该起纠纷进行调解。

二、事实认定

调解员选定后,迅速向A证券公司了解情况。证券公司作了如下反馈。

* 中证山东调解工作站业务专员,中证资本市场法律服务中心调解员。

(1)工作人员介绍产品时,明确说明该款产品为公司发行的集合资产管理计划,王某在《A证券公司集合资产管理计划电子签名约定书》签字确认,并于2014年10月13日通过其电脑进行产品申购时签署了电子合同。

(2)王某在购买该产品时,工作人员进行了风险揭示并了解客户风险等级,王某本人在《客户投资风险承受能力测试》签字,并在开户回访中,明确表明了解风险揭示相关内容且登记资料有效。《客户投资风险承受能力测试》无须公司签字盖章。

(3)工作人员在王某认购产品后进行回访,已通知产品开放期。2017年6月6日工作人员进行电话服务,王某表示对公司服务满意,但不希望继续回访。

(4)对于近期无法查询产品相关信息的问题,工作人员多次电话沟通,耐心解释,指导明确相关操作,并打印产品公示内容向王某展示。

(5)王某投诉后,公司相关部门充分了解情况,多次联系王某,耐心解答疑问。2019年7月9日,总部资产管理部安排专人到济南会同山东分公司相关工作人员与王某会谈,对相关问题进行解释说明。

(6)王某曾在3个月时间内盈利超过3%,并按净值进行了赎回,说明王某明确知晓该产品为净值型产品。后期客户再次申购,市场发生巨大波动。公司认为,王某投诉源于产品业绩与其预期存在差距,王某也曾承认公司所陈述事实,但仍坚持索要赔偿。

经过查询相关记录,并对双方陈述进行分析辨别,调解员认定以下事实:

(1)投资者本人提供的《客户投资风险承受能力测试》显示只有客户签字,具体测试内容没有作答;而公司留存的版本则内容齐全。由此加上双方陈述可以认定王某当时仅是签字而没有亲自测试,测试内容由营业部工作人员代为办理。

(2)王某于2014年10月13日前往A公司山东分公司济南营业部现场开户,开户后自行认购B稳健增长理财产品10万元,2015年1月7日自行赎回该产品,其间盈利3.015%;2015年4月,王某通过互联网客户端,又自行认购该产品10.4万元,并一直持有。根据以上情形认定,王某知悉该产品净值型产品属性。

三、化解纠纷

认定基本事实以后,调解员组织双方进行了面对面和背靠背的耐心调解,明确指出双方存在的问题。

1. A 证券公司在销售产品时,未严格遵守投资者适当性管理和实施指引有关规定,应承担相应的损害赔偿责任。

2. 王某作为具备完全行为能力的成年人,对自身风险承受能力应有相应的认识。不重视风险测评,在空白测评签字,也存在明显过错。

经过耐心调解,双方都认识到自身错误,公司愿承担部分损失,并承诺在开放期内协助客户进行产品转让。王某也同意这一解决方案,但对公司提出的补偿金额并不认同。调解员根据调解前一个交易日产品的净值,除去王某前期分红等投资所得,计算出浮亏金额,经过反复解释沟通,双方最终都接受了补偿金额。至此,双方签署调解协议,纠纷得到妥善解决。

四、案例启示

中国证券业协会(以下简称中证协)早在2012年12月30日就发布了《证券公司投资者适当性制度指引》,明确了证券经营机构可以通过由普通投资者填写《投资者基本信息表》等多种方式了解投资者基本信息,并通过投资者填写《投资者风险承受能力评估问卷》等方法对其风险承受能力进行综合评估。《投资者基本信息表》《投资者风险承受能力评估问卷》应当由普通投资者本人填写,证券经营机构及其工作人员不得以明示、暗示等方式诱导、误导、欺骗投资者,影响填写结果。经营机构还应当结合自身实际,通过多种方式和途径了解自己客户的风险承受能力。

由证监会制定,2017年7月1日起施行的《证券期货投资者适当性管理办法》对机构的适当性管理义务作了更为明确的规定。

该办法第3条规定,向投资者销售证券期货产品或者提供证券期货服务的机构应当在销售产品或者提供服务过程中,全面了解投资者情况,深入调查分析产品或者服务信息,科学有效评估,充分揭示风险,基于投资者的不同风险承受能力以及

产品或者服务的不同风险等级等因素,提出明确的适当性匹配意见,将适当的产品或者服务销售或者提供给适合的投资者,并对违法违规行为承担法律责任。

该办法第18条规定,经营机构应当根据产品或者服务的不同风险等级,对其适合销售产品或者提供服务的投资者类型作出判断,根据投资者的不同分类,对其适合购买的产品或者接受的服务作出判断。

除对证券经营机构的适当性管理义务进行规定外,相关制度也对投资者行为作了适当约束。《证券公司投资者适当性制度指引》第9条规定,客户应当如实提供指引第7条和第8条规定的信息及证明材料,并对其真实性、准确性、完整性负责。《证券期货投资者适当性管理办法》第4条规定,投资者应当在了解产品或者服务情况,听取经营机构适当性意见的基础上,根据自身能力审慎决策,独立承担投资风险。

证券期货市场是风险多样的专业化市场,股票、债券、期货、期权等各种产品的功能、特点、复杂程度和风险收益特征千差万别,而广大投资者在专业水平、风险承受能力、风险收益偏好等方面都存在很大差异,对金融产品的需求也不尽相同,资本市场的长期稳定发展需要投资者的专业化程度和风险承受能力与产品相匹配。因此,在资本市场发展实践中有必要注重对投资者进行分类管理,“将适当的产品销售给适当的投资者”,防止不当销售产品或提供服务。

而且,经营机构与投资者同为资本市场的参与者,但两者的定位和角色迥然不同。经营机构通过提供金融产品和服务获取收益,具有天然的开发更多客户、销售更多产品的冲动,投资者则处于信息不对称的相对弱势地位,在金融产品日益丰富、产品结构日趋复杂、交叉销售日益频繁的当今资本市场,两者的这种差别更加明显。

投资者适当性制度正是平衡双方利益诉求、约束经营机构短期利益冲动、增强经营机构长期竞争力,同时提升投资者自我保护意识和能力的重要举措。境外成熟市场均高度重视适当性管理,建立了全面有效的制度机制,取得了良好效果。我国资本市场以中小投资者为主,更需要采取针对性措施来保护投资者特别是中小投资者的合法权益,引导市场健康、有序发展。

投资者适当性制度已经是我国资本市场的一项基础制度。2019年12月修订、2020年3月1日起施行的《证券法》第88条明确规定了投资者适当性管理的相关

内容,这也是投资者适当性管理首次出现在《证券法》中,投资者适当性管理有了法律层面的制度保障。第88条要求证券公司全面评估投资者,要求证券公司评估并向投资者如实告知投资产品、服务的潜在风险,要求证券公司将合适的产品、服务提供给合适的投资者。与此同时,新《证券法》第88条也对投资者义务作了规定:“投资者在购买证券或者接受服务时,应当按照证券公司明示的要求提供真实信息。投资者拒绝提供或者未按照要求提供信息的,证券公司应当告知其后果,并按照规定拒绝向其销售证券、提供服务。”

“市场有风险,投资需谨慎”并非一句空话。适当性管理构筑的是投资者进入资本市场的第一道防线,从一定意义上来讲,没有健全并有效落实的适当性制度,就不会有成熟的经营机构和投资者,也不会有稳定健康的资本市场。

案例 3:投资者适当性管理匹配销售解读

杨 喆*

投资者适当性管理既是现代金融服务的基本原则和要求,也是成熟市场普遍采用的保护投资者权益和管控创新风险的做法。2008 年全球金融危机之后,为维护金融市场健康稳定发展,国内外监管机构已逐步建立适当性管理制度。我国监管机构对于投资者适当性管理也非常重视,2016 年年底证监会发布了《证券期货投资者适当性管理办法》(以下简称《适当性办法》),规范了证券期货行业的投资者适当性管理要求。2018 年,中国人民银行、银保监会、证监会、外管局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》),对于银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构资产管理业务的适当性管理进行了统一的规范性原则要求。2020 年 3 月 1 日施行的新《证券法》更是单独新增了“投资者保护”专章,将投资者适当性制度正式由人大立法进行规范。

上述有关投资者适当性的法律法规接踵而至,充分说明我国有关投资市场的投资者保护制度与规范日益完善,对于金融机构而言有利于妥善落实投资者适当性管理工作,对于投资者而言更是得到了法律法规的有力保障。本文结合近期的司法实践对投资者适当性管理义务进行简要解读。

* 渤海汇金证券资产管理有限公司合规经理。

一、案件情况

(一)基本事实

2016年9月,原告刘某与被告某证券资产管理有限公司(以下简称被告)签订了《××资管××号集合资产管理计划资产管理合同》(以下简称《资管合同》)。根据资管合同及约定,由原告刘某参与被告作为管理人设立的××资管××号集合资产管理计划(以下简称资管计划),该资管计划资金主要用于投资某信托有限公司(以下简称信托公司)设立的“××信托—××号事务管理类集合资金信托计划”(以下简称信托计划)。该信托计划用于向山东某股份有限公司(以下简称融资公司)发放信托贷款;信托计划存续期内,融资公司将归还信托贷款本息,从而实现资管计划投资收益。

原告刘某诉称在资管合同签订后,其依约购买了期限为18个月的资管计划B类份额,履行了合同约定的义务。原告将资管合同约定的100万元委托资产交付被告,被告接受并确认。原告认为,原被告双方签订的资管合同合法有效,双方应依约履行,但被告未按约定履行管理人的尽职管理义务,并怠于履行管理人职责,导致原告的投资目的未能实现,投资本金及对应的投资收益不能正常返还和实现。原告曾多次要求被告给出合理解释及切实可行的解决方案,但始终未能解决,损害了原告的合法权益,据此向法院提起诉讼。

(二)原告的诉讼请求

原告请求法院判令被告立即履行对资管计划的清算义务,于清算结束后立即办理对原告投资资金和应计资金成本的返还事宜。此外,原告请求法院判令被告赔偿因其违约及过错导致的原告投资本金损失60万元及对应的逾期收益损失3.985万元以及同期银行贷款利率计算的逾期利息。

(三)被告辩称

1. 被告已开始对案涉资管计划进行清算,并已于2019年1月向原告分配相当于其40%投资款的款项,资管计划仍在清算过程中,被告勤勉尽责地履行清算义务的行为完全符合法律规定和合同约定,被告不存在任何违约行为或过错。

2. 案涉《债务和解协议》处于正常履行状态,案涉资管计划的清算程序尚未终

结,原告不存在任何损失。

3. 被告已依法履行投资者适当性管理义务和审慎调查义务,原告系自主决定参与资管计划,并确认自行承担风险,原告诉请被告赔偿损失没有任何事实依据和法律依据。

(四) 法院判决

对于被告是否履行了投资者适当性管理义务的争议,原告认为其风险等级为C3,而涉案产品的风险等级为R5,被告将高于投资人风险承受等级的产品卖给了投资人,违反了《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》第17条的规定,故被告未尽到投资者适当性管理义务。而被告认为,原告经测评属稳健型以上投资者,依据《评估问卷》可以购买涉案的混合型理财产品,风险等级匹配,故被告已尽到投资者适当性管理义务。

法院经审理认为,被告实质上已履行投资者适当性管理义务。原告在购买涉案产品的过程中,填答了《评估问卷》,签署了《风险揭示书》《资管合同》等多份文件。被告已通过《评估问卷》等方式了解了客户,并在《风险揭示书》中列明了资产变现风险、现状交付风险、延期交付风险等各类风险,原告在《风险揭示书》落款处签名,并亲笔手书“已阅读全部内容,愿意自行承担参与资管业务的风险和损失”。《资管合同》也明确载明了资管计划的投资范围、资金运作方式、担保责任、收益分配、风险提示等情况,且多处提示“管理人不保证委托资产本金不受损失,也不保证最低收益;涉案产品属高风险收益产品”。故被告在向原告销售金融理财产品的过程中,进行了投资者风险承受能力评估,多处进行风险警示,让投资者清楚地了解了涉案产品的特点、权益、投资风险及最差投资结果,尽到了必要的产品说明义务及风险提示义务。

原告虽主张其风险承受等级与产品的风险等级不匹配,故被告未尽到适当性义务,但其所引风险匹配规则来自2017年7月1日实施的《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》,而涉案《资管合同》签订于2016年9月,根据法不溯及既往的原则,不宜以签订合同时尚未实施的规则要求被告。退一步说,即便依原告主张的风险不匹配成立,根据上述指引第19条及第20条的规定,当投资人购买与其风险承受能力不匹配的产品时,证券经营者应当与其签署确认风险警示。在本案中,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,且资管合同多处载明不承诺保本付息及上述可能风险,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。因此被告实质上已履行投资者适当性管理义务。

综上所述,被告作为涉案资管计划的管理人已履行投资者适当性管理义务,其在涉案资管计划到期后与融资公司达成和解协议并未损害原告利益,和解协议正在履行当中且原告已如期获得第1期和解款项。原告主张因被告违约及过错而导致原告投资损失,理据不足,法院不予采信。原告诉讼请求无事实和法律依据,法院依法予以驳回。

二、案例事实剖析

本案的争议焦点为原告认为未按约定履行管理人的尽职管理义务,而被告提供了下列事实以证明其履行了投资者适当性管理义务。

1. 案涉资管计划依法由具有基金销售业务资质的代销公司进行代理销售,被告已尽到审慎选择受托方的适当性管理义务。

2. 被告已在案涉资管合同中详细披露案涉资管计划的投资范围和投资比例,投资者已明确表示对被告的前述投资运作行为及结果表示认可。资管合同第4条“集合资产管理计划的基本情况”第4项投资范围中明确约定:本集合计划主要用于投资××信托设立的“××信托-××号事务管理类集合资金信托计划”,该信托计划用于向融资公司发放信托贷款;信托计划存续期内,融资公司归还信托贷款本息,从而实现资管计划投资收益。

3. 该资管合同不仅详细说明了投资范围,而且列明了本集合计划投资的信托计划概要,说明信托计划名称、受托人、信托类型、信托资金管理运用方式和信托贷款项下的担保措施。紧随上述内容的,是以黑色加粗字体特别标明“委托人确认:签署本合同即表示同意上述投资范围及具体的投资管理运用方式,且管理人在本计划成立后可自主在上述投资范围内进行投资而无须另行征得委托人同意,委托人对管理人上述投资运作行为及其结果均表示认同”。因此,投资者在签署案涉资管合同,认购案涉资管计划时,已明确知晓其投资款的具体投资运作方式,并对投资运作行为及结果表示认可。

4. 根据资管计划的投资范围和资产配置比例,资管计划属于与稳健型投资者风险承受能力相匹配的混合型理财产品。《资管合同》第4条投资范围和投资比例中第四项的“资产配置比例”项下明确约定:(1)集合资金信托类资产:占本集合计划资产总值的比例为0~100%;(2)现金类资产:占本集合计划资产总值的比例为0~100%;现金类资产包括现金、银行存款、货币市场基金等。从上述投资范围和资产配置比例来看,案涉资管计划属于混合型理财产品。《资管合同》第4条第9项“本集合计划的风险收益特征及适合推广对象”中明确约定:本集合计划主要投资于集合资金信托计划,属高风险收益品种产品,存在一定风险,适合具有匹配的风险承受能力且认同集合计划投资理念的投资者。在案涉《资管合同》附件一《××资管个人投资者风险承受能力评估问卷》后附的《分类标准及产品匹配》中,评估得分在37~72分的属于稳健型投资者,匹配的金融产品包括混合型理财产品,稳健型投资者愿意承担一定程度的风险,主要强调投资风险和资产增值之间的平衡,为了获得一定收益可以承受投资产品价格的波动,甚至可以承受一段时间内投资产品价格的下落,此类投资者可以承受一定程度的资产波动风险和本金亏损风险。因此,稳健型投资者参与案涉资管计划与其风险承受能力相匹配,不存在风险承受能力不匹配的情况。

5. 被告多次明确揭示案涉资管计划的具体投资风险。在案涉《资管合同》第24条“风险揭示”及文件三《××证券资产管理有限公司资产管理业务风险揭示书》中,被告已对本集合计划面临的包括但不限于市场风险、管理风险、流动性风险、信用风险、本集合计划投资于信托计划、基金公司或基金子公司“一对多”特定客户资产管理计划的特有风险等作出详细、具体而充分的揭示。

6. 原告本人不仅通过签署案涉资管合同及相应文件,而且以录音录像的方式口头确认知晓风险并自主决定参与投资和自行承担风险,被告已切实履行投资者适当性管理义务。代理销售机构提供的双录资料(录音、录像)显示,原告在视频中当面签署案涉《资管合同》及相关文件,并以手动抄写和口头方式确认“本人确认已认真、仔细阅读、知晓并理解《××证券资产管理有限公司资产管理业务风险揭示书》的全部内容,自主决定参与××证券资产管理有限公司资产管理业务,并愿意自行承担参与资产管理业务的风险和损失”。被告在收到原告签署的案涉《资管合同》及相关文件、双录材料时,没有理由对原告自主决定参与案涉资管计划并愿意

自行承担全部风险和损失的真实意愿进行怀疑或作出相反的解读。

三、投资者适当性法规有关匹配销售的要求

前述的案件事实完整的还原了金融机构履行投资者适当性管理的细节,尤其是对于投资者进行充分风险揭示的履行流程以及妥善的留痕安排。这其中值得重点关注的是原告提出的其风险等级为C3,而涉案产品的风险等级为R5的不匹配销售事宜。针对此类的高于投资者风险承受能力资管产品的适当性管理,从2017年施行的《适当性办法》到2018年发布的《资管新规》及相关指引对前述事宜的规范程度不尽相同,笔者在此特意梳理出相关适当性管理法规的具体规范进行对比解读。

(一)《适当性办法》对于匹配销售的规定

1.《适当性办法》第18条明确规定了经营机构应当根据产品或者服务的不同风险等级,对其适合销售产品或者提供服务的投资者类型作出判断,根据投资者的不同分类,对其适合购买的产品或者接受的服务作出判断。

2.若经营机构告知投资者不适合购买相关产品或者接受相关服务后,投资者主动要求购买风险等级高于其风险承受能力的产品或者接受相关服务的。《适当性办法》第19条规定经营机构在确认投资者不属于风险承受能力最低类别的投资者后,应当就产品或者服务风险高于其承受能力进行特别的书面风险警示,投资者仍坚持购买的,可以向其销售相关产品或者提供相关服务。

3.此外,《适当性办法》对于经营机构向普通投资者销售高风险产品或者提供相关服务,应当履行特别的注意义务也进行了特别规定。第20条明确经营机构向普通投资者销售高风险产品的,应制定专门的工作程序,追加了解相关信息,告知特别的风险点,给予普通投资者更多的考虑时间,或者增加回访频次等。

(二)《资管新规》及相关指引对于匹配销售的规定

1.此后发布的《资管新规》进一步细化了前述的匹配销售的适当性管理原则。第6条确立了金融机构发行和销售资产管理产品,应当坚持“了解产品”和“了解客户”的经营理念,加强投资者适当性管理,向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应的资产管理产品。禁止欺诈或者误导投资者购买与其风险承担能

力不匹配的资产管理产品。金融机构不得通过拆分资产管理产品的方式,向风险识别能力和风险承担能力低于产品风险等级的投资者销售资产管理产品。

2.《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》作为证监会落实《资管新规》的配套细则指引,更是在第27条明确证券期货经营机构和销售机构在募集资产管理计划过程中,应当按照中国证监会的规定,严格履行适当性管理义务,充分了解投资者,对投资者进行分类,对资产管理计划进行风险评级,遵循风险匹配原则,向投资者推荐适当的产品,禁止误导投资者购买与其风险承受能力不相符合的产品,禁止向风险识别能力和风险承受能力低于产品风险等级的投资者销售资产管理计划。

结合本文案例以及法规可知,投资者适当性管理的核心是“将合适的产品销售给合适的投资者”。经营机构作为具备专业化适当性管理能力的机构,应通过了解投资者的基本信息、财务状况、投资经验、风险偏好、诚信记录等信息来了解投资者,并对投资者进行分类。同时,也应根据风险特征和程度,对销售的产品或者提供的服务划分风险等级。在销售资产管理产品时,经营机构按照适当性匹配管理要求,将合适的产品销售给合适的投资者。

具体至本文讨论的投资者适当性管理匹配销售的规范,较早发布的《适当性办法》明确除风险承受能力最低类别的投资者不能购买高于其风险承受能力的产品以外,非风险承受能力最低类别的投资者在购买高于其风险承受能力的产品或购买高风险产品时,需要确认相关风险警示。这就意味着,早期的监管思路是在特定条件下允许投资者主动购买高于其风险承受能力的资管产品,赋予了投资者更大的选择权。之后随着《资管新规》及其配套细则进一步明令禁止向风险识别能力和风险承受能力低于产品风险等级的投资者销售私募资产管理计划,可以看出监管思路的逐渐转变。考虑层出不穷的私募资管计划投资纠纷以及较高的投资金额,监管对于私募资管计划的投资者适当性管理日趋严苛,也是从法规层面更加充分地保护普通投资者权益。

相信随着我国大资管行业的蓬勃发展,以投资者适当性制度正式纳入新《证券法》立法为基石,未来更加详尽的投资者适当性管理规范将陆续出台,不断完善投资者保护。

案例 4：“卖者尽责” 才能“买者自负”

——跨区域涉众型资管产品纠纷调解案例分析

周秦达*

一、案情概要

A 公司为一家业界知名基金销售公司,通过电话、客户端 App 及微信推销等方式吸引 600 余名投资者购买了号称风险小、收益高的资管产品,可产品到期清算时却亏损严重。投资者随即向中证资本市场法律服务中心申请纠纷调解,要求相关机构赔偿损失及预期收益,总金额超 6 亿元。

二、主要争议

投资者认为,销售经理从没告知是第三方发行的资管产品,且明知投资者风险承受能力低,还诱导购买高风险产品,理应赔偿所有损失。代销机构则认为,投资者主张的损失是自行申购、持有资管产品导致的,代销机构仅是依据投资者申购要求提供了购买资管产品的相关服务,与投资者的财产损失之间没有因果关系,所以不应由代销机构承担责任。

* 中证资本市场法律服务中心高级经理。

三、调解过程

纠纷受理后,中证资本市场法律服务中心调解员根据当事人提供的销售合同、风险测评材料、微信聊天记录截屏等证据材料以及各方当事人陈述,迅速展开案情研判。

经了解,A公司代销了共计10支集合资产管理计划,2017年年中起通过多种推销方式吸引大量投资者认购。相关资管产品投向为补充上市公司流动资金,期限为1~2年,业绩比较基准为6.8%~7.3%。自2018年中旬开始,上述产品陆续进入兑付期。由于底层标的上市公司资金链断裂,多层嵌套的产品风险向上传导,最终导致投资人本金及收益无法按期兑付。

据投资者反馈,A公司虽然通过网上“一键勾选确认”的方式对投资者开展风险测评工作,但在投资者不符合购买标准的情况下依然推荐购买相关产品。A公司在销售阶段未向投资者出示资管产品说明书,也未说明其代销机构的身份。A公司称其向投资者说明了产品性质及相关风险,但无法提供有效的相应证明。

基于上述证据事实,公益调解员确定了以“卖者尽责,买者自负”为原则,“背靠背”与“面对面”相结合的调解方案。

(一) 背靠背,因案施策多举措

在第一阶段,公益调解员通过“背靠背”的沟通方式向代销机构摆证据、讲事实,让其明白投资者若提起诉讼,根据新《证券法》规定及《九民纪要》精神,代销机构败诉概率大,积极调解才是解决问题的最佳方案;投资者这边,公益调解员帮助投资者逐一梳理了损失计算过程、纠正了计算结果,这一举动也赢得了投资者对调解员的信任与认可。

(二) 面对面,专业调解化纷争

经过充分的前期准备,在第二阶段公益调解员主持召开了“面对面”的现场调解。公益调解员指出,当事人的合法权益受法律保护。在本案中,A公司向投资者推介了资管产品,投资者在A公司完成购买行为,A公司亦对投资者进行了风险评估。据此,A公司不仅是该产品的代销机构,还为投资者提供了个人投资产品推介、进行客户评估等服务,双方之间构成个人理财服务法律关系。因此,A公司在

相关产品销售过程中应当履行基金销售机构的合规性义务。

根据《证券投资基金法》(2015年修正)第9条及《投资者适当性管理办法》第3条、第6条、第18条、第22条的规定,机构推介投资产品时应根据客户的风险偏好提供合适的投资产品,且应向客户充分揭示相关风险。对于风险较大的产品,代销机构不应主动向经评估不适宜购买该产品的客户推介或销售。

对照上述金融监管的规范性要求,A公司在本案中存在如下过错。

首先,在本纠纷中,A公司向投资者主动推介了“风险较大”的“经评估不适宜购买”的资管产品,违反了上述规定。产品说明书中载明“不保证一定盈利”、“不保证最低收益”、该产品为“较高风险”品种,该产品的上述特点与投资者的风险偏好明显不符,应属于不适宜投资者购买的理财产品。据此可以认定,A公司推介行为存在重大过错。

关于A公司称其作为代销机构将本产品风险等级确定为“中风险”适合投资者购买的主张,调解员认为,产品管理人、托管人及代销机构均与该产品存在一定程度的利害关系,其对该产品的风险评级缺乏客观性,且该风险评级结果与产品招募说明书中揭示的基金为“较高风险”品种的内容不一致,故对A公司的前述主张不予采信。

其次,A公司未向投资者说明涉案基金的运作方式和风险情况,其推介行为存在明显不当。本案中,在投资者购买相关产品过程中,A公司未向投资者出示和提供资管产品说明书,没有尽到提示说明义务,应认定A公司具有侵权过错。A公司虽主张其向投资者说明了相关产品的相关情况,但无法提交有效证据,故对其该主张不予采信。

另外,投资者购买相关产品时在电子版的《投资人风险提示确认书》上签字,但上述确认书的内容系通用的一般性条款,未有于投资者本次购买产品的具体说明和相关内容,故投资者的上述签字行为并不能免除A公司就相关产品的具体相关情况向投资者作出说明的义务,也不能因此而减轻A公司未向投资者说明相关产品具体相关情况的过错。

综上所述,A公司在向投资者推介资管产品过程中,存在明显不当推介行为和重大过错,若无A公司的不当推介行为投资者不会购买资管产品,相应损失亦无从发生,故应认定A公司的过错行为与投资者的损失之间存在因果关系。

最后,根据《证券法》第 88 条、《九民纪要》第 74 条的规定,金融产品发行人、销售者未尽适当性义务,导致金融消费者在购买金融产品过程中遭受损失的,金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任,也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任,还可以请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任。在其未尽投资者适当性义务的情况下,A 公司及相关产品的管理人对投资者负有连带赔偿责任,因此建议机构方直面问题,适当赔偿投资者损失。

另外,公益调解员向投资者指出,在“买者自负”和“打破刚兑”的大背景下,投资者应当根据自身实际情况作出判断、审慎决策,选择与自己风险识别能力和承受能力相匹配的产品,独立承担投资风险。经过公益调解员耐心的释法明理,各方最终作出让步并达成权益转让的调解方案,转让款近 6 亿元。这一调解方案既有效化解了各方矛盾,又避免了刚性兑付,各方当事人均高度认可。

(三) 优服务,签约战“疫”不停步

第三阶段,公益调解员组织开展协议签署工作,一场突如其来的新冠肺炎疫情为后续调解协议签署工作带来严峻挑战。中证资本市场法律服务中心坚决贯彻落实证监会党委、投服中心党委工作部署和各地疫情防控要求,在全面做好疫情防控同时,全力推进调解协议签署工作。面对时间紧、任务重、人手少等诸多困难,中证资本市场法律服务中心主动担当作为、克服疫情影响,积极引导当事人通过在线调解平台等远程方式完成相关流程。同时,对确有面签需要的当事人在防疫专用隔离酒店内设置签署场所,会场座位保持一米以上间隔,投资者在出示“随申码”、测量体温合格后方能入场,严格限制现场人数及滞留时间。经过周密的组织安排,600 余名投资者调解协议签署工作高效有序开展并陆续得到履行,标志着这起跨区域、影响大的涉众型纠纷得到圆满解决。

四、案例点评

截至 2020 年 8 月 15 日,笔者通过互联网数据检索到全国法院系统涉及“投资者适当性”的裁判文书 313 份。适当性纠纷多发生在沿海经济发达地区,近年来有明显向内陆蔓延的趋势,这和我国法治环境健全、投资者维权意识增加有关。

法律既是社会现实的反应,也是社会发展的助推器。数据反映,2019 年以来

适当性诉讼增长趋势明显,2020年受新冠肺炎疫情影响涨势有所放缓(见图3-1)。

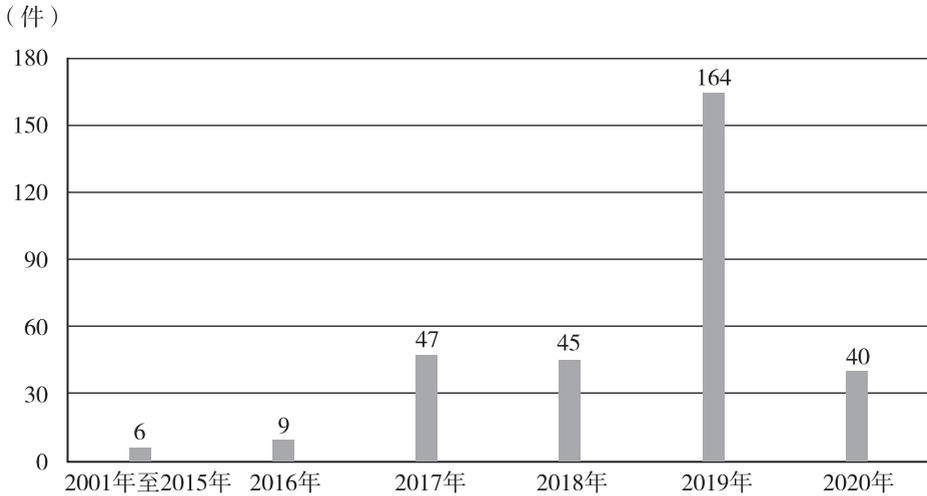


图3-1 2001~2020年适当性诉讼审理案件数

分析法院二审、再审比例可以发现,适当性纠纷上诉比例高、纠纷多反复,这和《九民纪要》前审判尺度、审判理念相对不明确有关。分析审理时长、标的额数据不难发现,适当性纠纷近半数要经过半年以上的审理周期;标的金额近半数在50万元以上(见图3-2至图3-4)。

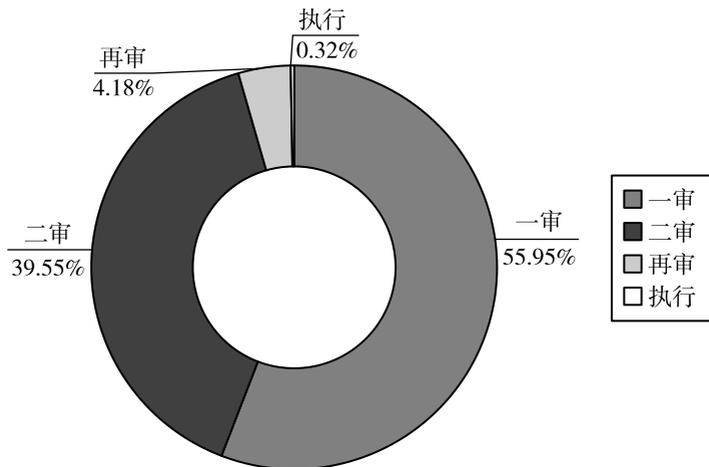


图3-2 适当性诉讼审理级别

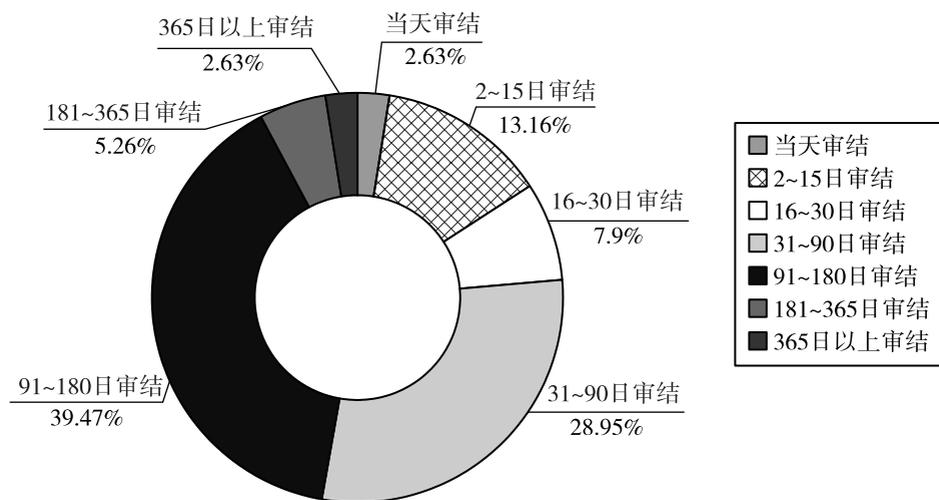


图 3-3 适当性诉讼审理时长

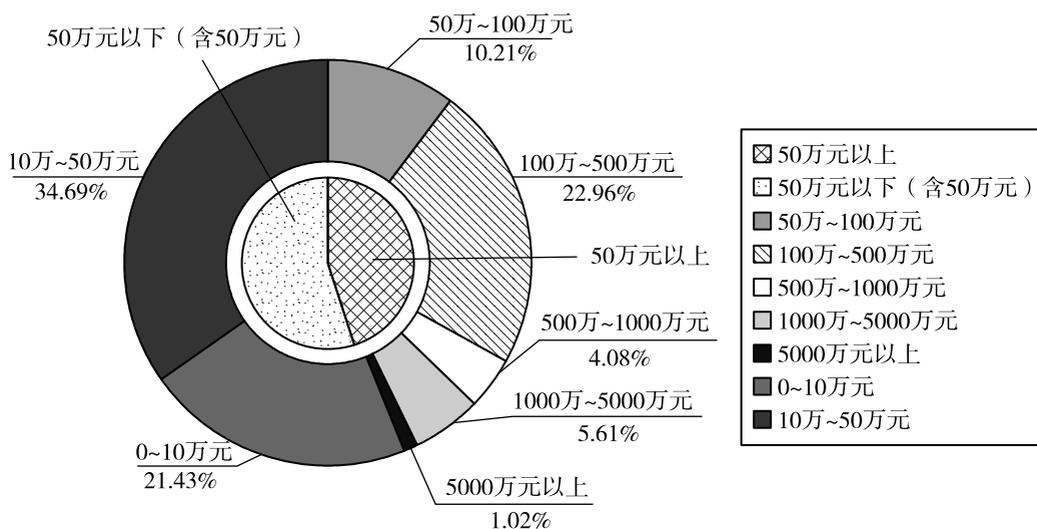


图 3-4 适当性诉讼审理标的额

综上所述,以金融机构违反适当性义务为由要求赔偿损失的案件无论是数量还是类型都呈爆发性增长,而我国金融消费者权益保护理论仍在形成过程中,难以形成法律层面制度供给,法院审理相关纠纷案件标准各异且争议较大。在实务中,亟须将纠纷争议关键问题的裁判尺度加以明确,给市场明确的预期;而社会发展也需要司法层面进一步落实向金融消费者倾斜的保护理念,注重实质平等、责任分配,为金融资管业发展打下长远发展的根基。

在这样的大背景之下,最高人民法院于2019年7月3日至4日在黑龙江省哈尔滨市召开了全国法院民商事审判工作会议,并在同年9月11日通过了《九民纪要》。《九民纪要》确立了“卖者尽责,买者自负”的审判理念,既要求机构方履行投资者适当性管理义务,也要求投资者审慎决策、独立承担投资风险。透过现象看本质,结合相关规定,我们对卖者尽责、买者自负的核心要点梳理如下。

(一)投资者评估是“卖者尽责”的实现基础

金融机构对投资者需要履行合理审慎的评估义务,只有对投资者进行全方位的了解,才能明确投资者风险承受能力并提供相匹配的服务,所以全面评估投资者是卖者尽责的实现基础。

新《证券法》第88条规定,证券公司向投资者销售证券、提供服务时,应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息。新《证券法》充分体现了“卖者尽责,买者自负”的适当性原则,该条款就是要求金融机构全面评估投资者在证券法中的具体表现。

(二)“卖者尽责”要求评估产品风险并如实告知

对所售产品充分了解,并在销售前充分告知相关风险是“卖者尽责”的应有之义,投资者风险和收益的告知说明义务是适当性管理义务履行的基石,而产品评估又是风险告知的前提。

根据新《证券法》第88条的规定,证券公司应当向投资者“如实说明证券、服务的重要内容,充分揭示投资风险”。但新《证券法》并未规定“如实说明”及“充分揭示风险”要达到什么程度。对此,可参考《九民纪要》的相关规定来予以理解。根据《九民纪要》第76条的规定,人民法院在审理相关案件时应当根据产品风险和金融消费者的实际情况,综合理性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卖方机构是否已经履行了告知说明义务。

客观标准认为一般人是理智的,不带有任何情绪化的判断;一般人是趋利避害的,作出的判断是对风险及收益平衡的结果;一般人是具有一定的知识储备和相关能力的,也即通过适当方式使一般理性人能作出理性判断的即符合客观标准。主观标准,简单说就是具体问题具体分析,要根据不同情况进行不同程度的告知。针对特殊人群(老年人、残障人群等)、特殊产品(如高风险产品)都需要进行个性化的告知方案设计。根据《九民纪要》第76条的规定,如果卖方机构简单地以金融消费

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”主张其已经履行了告知说明义务,不能提供其他相关证据的,人民法院对其抗辩理由不予支持。该规定通过主观、客观两个维度,结合例证明晰了告知说明义务的相应标准。

结合实务,笔者认为金融机构对具体产品的情况和风险告知至少包括产品的提供者、价款、费用构成及去向、资金使用方式、履行期限、实际收益的计算方法、售后服务以及各方权利义务与责任等影响金融消费者投资决策的信息,并就合同的主要条款作出说明。此外,金融机构还应将投资本金和收益可能发生的最大损失风险向金融消费者作出特别说明。

以王某与建行恩济支行案^①为例,法院对金融机构是否帮助投资者达到“了解产品”的问题给出了否定的评价,认为金融机构只向投资者披露了一般性的内容,但并未就涉案产品本身进行具体的说明。该判例体现了目前司法实践强化金融机构履行告知说明义务,倾向于保护投资者合法权益。

(三)合适的产品卖给合适的人是“卖者尽责”的核心

金融机构在充分履行了解投资者、了解产品、告知风险义务后,如果将不适当的产品销售给不适格的投资者,那前面所做的努力也是徒劳。适当性匹配是“卖者尽责”的核心,卖方机构将产品风险与投资者风险承受能力按一定规则进行匹配,还得综合考虑投资者对流动性、投资期限等其他方面的需求;卖方机构在合理认为二者具有匹配度时,方可向金融消费者推荐或销售。

新《证券法》第 88 条要求证券公司应销售、提供与投资者相匹配的证券、服务。如果证券公司违反规定导致投资者损失,应当承担相应的赔偿责任,即金融机构如果违反投资者适当性义务造成投资者损失,应当承担相应赔偿责任。那么是否履行投资者适当性义务应由哪一方承担举证责任呢? 应由金融机构承担。

根据《九民纪要》第 75 条的规定,卖方机构对其是否履行了适当性义务承担举证责任。卖方机构不能提供其已经建立了金融产品(或者服务)的风险评估及相应管理制度、对金融消费者的风险认知、风险偏好和风险承受能力进行了测试、向金

^① 参见《中国建设银行股份有限公司北京恩济支行与王某财产损害赔偿纠纷二审民事判决书》,载威科先行网:<https://law.wkinfo.com/cn/judgment-documents/detail/MjAyNDMzNjg5NDI%3D?searchId=d1285f963c4d492f959666f5e8e354b6&index=2&q=%EF%BC%882018%EF%BC%89%E4%BA%AC0108%E6%B0%91%E5%88%9D21776%E5%8F%B7&module=>,最后访问日期:2020年8月12日。

融消费者告知产品(或者服务)的收益和主要风险因素等相关证据的,应当承担举证不能的法律后果。如此规定,主要是为了弥补投资者因信息不对称及专业知识有限而导致的举证能力不足。

在过去,“谁主张,谁举证”是金融机构核心的诉讼策略之一。但是《九民纪要》基于金融机构具有信息掌握优势和专业优势,明确了举证责任的倒置。金融消费者仅需对侵权事实和损失承担举证责任;金融机构对其是否履行了适当性义务承担举证责任。那么应当举证的具体证据包括哪些呢?笔者认为,至少包括以下几点:

1. 履行产品评级义务。即已经建立了金融产品(或者服务)的风险评估及相应管理制度。

2. 履行投资者评测义务。即已经对投资者的风险认知、风险偏好和风险承受能力进行了测试。

3. 履行告知说明义务。即已经向投资者告知产品(或者服务)的收益和主要风险因素等要素,并适当地推荐。

(四) 投资者提供真实信息是“卖者尽责”的前提

根据新《证券法》第88条的规定,投资者在购买证券或者接受服务时,应当按照证券公司明示的要求提供真实信息。投资者拒绝提供或者未按照要求提供信息的,证券公司应当告知其后果,并按照规定拒绝向其销售证券、提供服务。虽然说金融机构有义务了解自己的客户并将适当的产品、服务卖给适当的投资者,但投资者的真实信息是实现投资者适当性管理的重要前提,否则一切将化为泡影。

《九民纪要》第78条第1款规定,因金融消费者故意提供虚假信息、拒绝听取卖方机构的建议等自身原因导致其购买产品或者接受服务不适当,卖方机构请求免除相应责任的,人民法院依法予以支持。这是《九民纪要》对金融消费者自身过错需担责的具体表述,投资者应当提供真实信息甚至可以成为卖者尽责的前提。金融消费者在提供虚假信息或拒绝提供相关信息购买金融产品时,依法可以获得的信赖利益肯定会减少,这符合法理与人情。

(五) 审慎决策、独立承担风险是“买者自负”的内涵

在卖者尽责的前提下,投资者也应履行应尽的义务。除提供真实信息外,投资者还应根据自身实际情况作出判断、审慎决策,选择与自己风险识别能力和承受能力相匹配的产品,独立承担投资风险。

《九民纪要》第78条第2款规定,卖方机构能够举证证明根据金融消费者的既往投资经验、受教育程度等事实,适当性义务的违反并未影响金融消费者作出自主决定的,对其关于应当由金融消费者自负投资风险的抗辩理由,人民法院依法予以支持。这一款属于因果关系抗辩及金融机构举证责任的结合。

结合法院判例,《九民纪要》出台之前,在(2018)京01民终7058号、^①(2018)苏01民终1641号^②民事判决书中法院认为金融机构能够证明“适当性”义务的违反并未影响投资者的自主决定的,金融机构部分或全部免责。《九民纪要》出台之后,最高人民法院(2019)最高法民终1594号^③民事判决书判决金融机构免责,驳回投资人全部诉讼请求。根据最高人民法院裁判意见,建设银行向曹某推介信托产品,符合《信托公司集合资金信托计划管理办法》第16条的规定。同时,根据查明的案件事实,曹某先后多次购买信托产品,属于合格投资者的认定标准,《信托计划说明书》《风险说明书》《信托合同》在多处明确提示了可能产生的风险,故曹某已经充分认识到了案涉信托计划的风险,某银行不应承担赔偿责任。金融机构举证证明了金融消费者既往投资经验非常丰富,属于合格投资者,在签署案涉信托计划风险申明书、信托计划说明书、信托合同时,完全可以充分认识到信托产品可能产生的风险,可主张适用《九民纪要》第78条第2款规定的免责事由,不影响投资人自主作出投资决定,投资人应自负投资风险。

在刘某与民生银行马鞍山路支行委托理财纠纷案中,合肥市中级人民法院在(2019)皖01民终8546号^④判决书中同样参考了《九民纪要》的裁判思路,但最终法

^① 参见《康某某与中国建设银行股份有限公司北京紫金长安支行财产损害赔偿纠纷二审民事判决书》,载中国裁判文书网:<http://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=d452a01f7da042ba83f8a963008809e9>,最后访问日期:2020年8月12日。

^② 参见《李某某与中国民生银行股份有限公司南京分行侵权责任纠纷二审民事裁定书》,载威科先行网:<https://law.wkinfo.com.cn/judgment-documents/detail/MjAyMzkwNjcyODY%3D?searchId=50c4ab91de584900bbcc35a65705bbec&index=1&q=%EF%BC%882018%EF%BC%89%E8%8B%8F01%E6%B0%91%E7%BB%881641%E5%8F%B7&module=>,最后访问日期:2020年8月12日。

^③ 参见《曹某、吉林省信托有限责任公司合同纠纷二审民事判决书》,载威科先行网:<https://law.wkinfo.com.cn/judgment-documents/detail/MjAzMDE2ODEyMjk%3D?searchId=e7698a07fa644932bea8ff2a96a45174&index=1&q=%EF%BC%882019%EF%BC%89%E6%9C%80%E9%AB%98%E6%B3%95%E6%B0%91%E7%BB%881594%E5%8F%B7&module=>,最后访问日期:2020年8月12日。

^④ 参见《中国民生银行股份有限公司合肥马鞍山路支行、刘某委托理财合同纠纷二审民事判决书》,载威科先行网:<https://law.wkinfo.com.cn/judgment-documents/detail/MjAyOTEzNDEzNjM%3D?searchId=41f8f09a53c64855b7c5848e84cd9d17&index=1&q=%EF%BC%882019%EF%BC%89%E7%9A%9601%E6%B0%91%E7%BB%888546%E5%8F%B7&module=>,最后访问日期:2020年8月12日。

院也仍对责任的承担进行了分配,认定投资人具有投资经验负有审慎义务而判决承担20%的责任。

综上所述,《九民纪要》并未排除过错责任,法院在判决此类案件当中,仍会考察双方在合同订立和履行过程当中各自的过错,对双方权利义务边界进行清晰的划分。金融消费者在提供虚假信息或拒绝提供相关信息购买金融产品时,依法可以获得的信赖利益相应减少。适当性义务的目的在于保护相对弱势的金融消费者,保证缔约平等,如果投资者自身并不处于弱势地位,则其理应对风险有更高的认识和谨慎注意义务。所以,投资者应当提供真实信息,根据自身实际情况作出判断、审慎决策,选择与自己风险识别能力和承受能力相匹配的产品,这是至关重要的。

五、结 语

在“卖者尽责,买者自负”的大原则下,金融机构必须加强对代销产品风险水平的判断能力,充分认识代销业务风险,严格执行“投资者适当性管理”;广大投资者在购买金融产品前,也应问自己4个问题:我买的是什么?极端风险是什么?发生极端风险概率大不大?我愿不愿意承受这个风险及概率?想得明白看得清,风险自然没踪影。

作为中国证监会批准设立的我国唯一跨区域、跨市场的全国性证券期货纠纷专业调解组织,中证资本市场法律服务中心将努力发扬求真务实、担当作为、主动服务的良好作风,继续打好作风建设这场硬仗,秉承“为民、奉献、专业、引领”的理念,坚持“依法、中立、专业、便捷”的原则,贯彻落实新《证券法》要求,继续提升纠纷化解能力,进一步发挥专业优势,以更优良的作风推动投保工作提质增效,为建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场贡献力量。