

PDF-TN2016020

雷曼迷你债“迷倒”中小投资者——金融机构适当性义务之释义¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 适用课程：经济法、金融法、金融监管
2. 适用对象：本案例主要为金融学、经济学硕士、MBA 和 EMBA 开发，适合有一定经济学、金融学、法学基础的研究生和高年级本科生学习。
3. 教学目标：本案例揭示场外金融衍生品投资者保护的的特殊性以及中国香港地区在场外金融衍生品监管上的缺陷。由于国际著名投行雷曼兄弟的倒闭，波及香港众多公众投资者，影响力巨大。香港政府的应急应对措施、对违法行为的认定和处罚以及事后的制度改革，都对完善我国大陆地区金融机构适当性义务和金融消费这保护的相关监管立法，具有启发和借鉴意义。

（1）根据相关法律知识，分析金融机构欺诈行为的构成要件，雷曼“迷你债券”纠纷中是否存在金融机构欺诈行为？并结合我国大陆地区法律法规和金融机构实践，评述我国对金融机构销售金融产品过程中的欺诈行为的监管现状。

（2）根据场外金融衍生品的特殊性及其相关经济学和法学理论，介绍分析金融机构销售金融产品过程中适当性义务的内涵，分析金融机构的说明义务与信息披露制度之间的区别，探讨香港证监会关于金融机构说明义务和宣传行为的改革对我国的借鉴意义。

1. 本案例由上海师范大学商学院的鲍晓晔撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

(3) 根据金融消费者保护的理论和最新实践, 分析雷曼“迷你债券”购买者是否能够认定为金融消费者、区分金融消费者和投资者的一般规则、金融消费者概念提出的意义何在, 探讨美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》中对金融消费者保护的立法改革以及“双峰理论”对我国的借鉴意义。

二、启发思考题

1. 场外金融衍生品有哪些法律特征?
2. 如何认定在雷曼“迷你债券”纠纷中是否存在金融机构的欺诈行为?
3. 金融机构的说明义务与信息披露制度之间有何区别? 在信息披露制度基础上又对金融机构附加说明义务的意义何在?
4. 雷曼“迷你债券”购买者是否能够认定为金融消费者? 区分金融消费者和投资者的一般规则有哪些? 美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》中对金融消费者保护的立法改革以及“双峰理论”对我国有何借鉴意义?
5. 根据雷曼“迷你债券”风波的经验教训, 分析我国大陆地区金融机构适当性义务的法律规定与缺陷。

三、分析思路

1. 分析场外金融衍生品的法律特征和特殊性, 结合雷曼“迷你债券”纠纷案例, 分析金融机构的说明义务与信息披露制度之间的区别以及在信息披露制度基础上又对金融机构附加说明义务的意义何在。
2. 根据欺诈行为的构成要件, 分析雷曼“迷你债券”纠纷中是否存在金融机构欺诈行为?
3. 根据区分金融消费者和投资者的一般规则, 分析雷曼“迷你债券”购买者是否能够认定为金融消费者, 探讨美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》中对金融消费者保护的立法改革以及“双峰理论”对我国的借鉴意义。
4. 根据场外金融衍生品的特殊性及其相关经济学和法学理论, 分析金融机构销售金融产品过程中适当性义务的内涵, 反思我国大陆地区金融机构适当性义务的法律规定与缺陷。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

信息不对称理论、“双峰”理论、证券市场从“买者自负”到“卖者注意”的转变、合同法的基本原则。

（二）具体分析

1. 场外金融衍生品有哪些法律特征？

场外金融衍生品的法律特征包括：

（1）合同属性。场外金融衍生品本质上是一种“主体适格、意思自治、形式和程序合法”的金融契约，具备合同的必要特点。合同主体可以是具备相应民事行为能力自然人、法人以及其他组织。合同是双方或多方当事人真实的意思表示，场外金融衍生品合约须经买卖双方合意，合同条款由当事人协商确定。合约内容涉及当事人财产权利义务的产生、变更和终止。“但同时它又是一种互负对待给付义务的转移某种虚拟的原生性金融产品的诺成合同。这种金融合同是对相关资产在未来某个时点的权利义务安排，合同到期前无需实际履行，在成交后合同又可能被不断地调整，不同于一般证券的一次性交易。”场外衍生品本身就是基于不确定的风险而设定产生的，当事人的给付地位可能发生变化，具体给付数额也会不断调整，难以预测和评估，因此，在多数情况下不适用情势变更原则，当事人权利义务未必完全对等。

（2）射幸性。场外金融衍生品不仅具有合同属性，还是一个射幸合同。射幸合同最基本的特征是合同一方或双方当事人是否履行义务、其义务程度都不确定，取决于偶然事件的发生。衍生品的交易具有未来性，在未来履行实际交割或现金差额结算的权利义务。衍生品的价值由商品价格、汇率、利率等无法预知的数据决定，合同的法律后果具有不确定性，这种特征从法律角度分析就是射幸性。具体来看，场外金融衍生品中的期权持有人是否行权，将根据未来某日期或此日期前，商品、利率、汇率等基础资产是否达到合约事先约定价格来确定；互换和远期合约交易双方的权利义务关系在合同订立时就已确定，但具体履行内容即盈亏程度仍取决于汇率变化、利率波动、股指涨跌等偶然性事件。

（3）非标准化。场外金融衍生品是根据不同客户的避险需求、风险偏好以及承受能力个性化设计的非标准化金融合约。非标准化和灵活性的特质带来复杂

性、流动性差等问题。其价格受制于基础资产价格，但较之传统金融工具更为敏感、波动更大，潜藏巨大风险。2008 年次贷危机发生之后，场外衍生品出现了标准化发展趋势，如 ISDA 主协议的广泛使用、全球法人识别符系统的建立、强制集中结算与报告制度的推广等。

(4) 高杠杆比率。衍生品交易一般只需缴纳少量保证金，而一些场外金融衍生品的合约价值在初始交易时通常为零（例如利率、汇率衍生品合约），交易双方仅需极少的初始投资即可撬动较大规模的交易，从而显著提高了场外衍生品的杠杆率。场外金融衍生品高杠杆率的初衷是为了降低套期保值的成本，但如果投资者利用高杠杆成倍放大收益的同时，风险也相应加大。这就是场外金融衍生品市场风险偏高的根源之一。

(5) 国际性。国际性特征主要体现在三个方面，即交易主体的国际性、交易客体的国际性和交易行为的国际性。在一个场外金融衍生品交易中，市场参与主体（包括但不限于交易商、最终用户等）可以位于多个国家或地区，也可能其本身就是跨国金融机构或大型跨国企业。客体国际性表现在衍生品与其基础资产可以位于不同国家。场外衍生品合约订立地、实际履行地、清算与结算地可能分属不同国家或地区，其交易行为经常是国际性的，或将面临不同国家不同法律制度安排的冲突。因此，场外金融衍生品的国际性使得风险传递突破地理界限，如果一个国家的金融市场发生问题，肯定会波及其他市场。

由此可见，首先雷曼“迷你债券”具有双边合同属性，需满足主体适格和主观意思表示真实之要求。其次，“迷你债券”合约是一个射幸合同，当事人是否履行义务、其义务程度都不确定，取决于偶然事件的发生。第三，“迷你债券”在银行柜台交易，其监管规则不同于在交易所内交易的标准化衍生品（如期货、期权等）。第四，“迷你债券”所涉及的 CDO 和 CDS 都具有杠杆比例，也是其高风险的原因之一。最后，“迷你债券”的国际性，使其身处美国的发行人（即雷曼控股）破产倒闭后，风险波及亚洲的雷曼“迷你债券”投资者。

2. 如何认定在雷曼“迷你债券”纠纷中是否存在金融机构的欺诈行为？

(1) 欺诈行为的构成要件

欺诈是指以使人发生错误认识为目的的故意行为。当事人由于他人的故意的错误陈述，发生认识上的错误而为意思表示，即构成因受欺诈而为的民事行为。

为了保护受欺诈的当事人的合法利益，使其不受因欺诈而为的意思表示的约束。

欺诈行为的构成要件分为客观要件（欺诈行为）和主观要件（欺诈故意）两个方面。欺诈行为，指欺诈人语言、文字或活动有隐瞒事实而告知虚假情况的行为。即使被欺诈人陷于错误、加深错误或保持错误而虚构事实、变更事实或隐瞒事实的行为。欺诈行为可体现为作为和不作为两种方式。欺诈故意是指行为人具有故意欺诈他人的意思，即行为人明知自己的行为会使被欺诈人陷入错误认识，并且希望这种结果发生的一种心理状态。

（2）“迷你债券”纠纷中的欺诈行为

到 2009 年 12 月 3 日为止，香港金管局总共收到 21760 宗（截止 2012 年 1 月 12 日又增至 21838 起）涉及雷曼相关产品的投诉，其中 7731 宗涉及“非迷你债券”，目前共有 2605 宗涉及“非迷你债券”的投诉已经结案。而关于“迷你债券”的投诉，13114 宗在雷曼兄弟“迷你债券”回购计划中列为合格客户或分销银行自愿补足前和解差额的客户。896 宗“迷你债券”的投诉涉及不合格客户、不接受回购建议客户或其他尚待银行澄清的个案。香港金管局和证监会分别就各自主管范围对分销商的不当销售指控展开调查和处罚。例如，星展银行的一名销售人员在销售时，未向客户披露产品风险以及填写风险披露声明，成为首宗涉及雷曼相关“非迷你债券”而被纪律处分者。但不大部分投诉中，由于投资者与分销银行达成回购和解协议，香港金管局和证监会则认定该项投诉已经结案，而未对其销售行为继续开展调查。

（3）新加坡对“迷你债券”纠纷的认定和处理

相比较而言，同样受到雷曼“迷你债券”牵连的新加坡，对分销银行的欺诈和误导行为采取了更为严厉的处罚。

2008 年年底，新加坡金融管理局宣布对星展高升短期债券 5 (DBS High Notes 5)，雷曼兄弟 Minibond 票据 (Lehman Minibond Notes)，以及美林 Jubilee 系列 3 Linkearner 票据 (Merrill Lynch Jubilee Series 3 Linkearner Notes) 涉及不当销售手法的投诉展开调查。

经过七个月的调查，新加坡金融管理局宣布，已对 10 家售卖雷曼相关结构票据的金融机构采取处罚措施，并从 7 月 1 日起，禁止它们在未来半年至两年内售卖新结构票据 (structured notes)。这项禁令已从 1 日起生效。被禁止销售

结构性金融商品的 10 家金融机构分别是荷兰银行（ABN Amro Bank）、联昌国际证券（CIMB-GK Securities）、星展银行（DBS Bank）、德意志摩根建富证券（DMG & Partners Securities）、丰隆金融（Hong Leong Finance）、金英证券（Kim Eng Securities）、马来亚银行（Maybank）、华侨银行证券公司（OCBC Securities）、辉立证券（Philip Securities）和大华继显（UOB Kay Hian）。这是新加坡金管局有史以来对当地金融机构所采取的首次惩罚措施。

3. 金融机构的说明义务与信息披露制度之间有何区别？在信息披露制度基础上又对金融机构附加说明义务的意义何在？

（1）说明义务和信息披露之间的区别

信息披露规则并不是站在投资者信息需求的角度上制定的，在投资者权益保护方面只能发挥间接作用。金融机构说明义务与信息披露和报告制度有着本质区别，说明义务规则的立法意图侧重于对投资者给予倾斜保护。2008 年金融危机发生之后，各国监管机构纷纷响应 G-20 峰会达成的监管改革共识，就场外衍生品交易信息披露和报告制度加强建设和管理，但信息披露和报告要求主要目的是为了提高场外衍生品市场透明度、便于政府系统性风险管理，这与金融机构的说明义务并不相同。

首先，强制信息披露和报告制度具有公法属性，规定交易商等市场参与者向监管机构或专门的交易报告库提交场外衍生品交易数据信息，属于行政监管规则。而说明义务要求金融机构承担适当的风险揭示、产品说明责任，赋予和保护投资者知情权，是为了平衡金融机构和投资者间信息及能力不对称而设计的民事规范。

其次，信息披露和报告制度的立法目的出于提高场外衍生品市场透明度、方便政府进行系统性风险管理。信息报告的标准要求满足真实性、准确性、完整性和及时性，并且信息报告制度的义务主体不仅局限于金融机构，场外衍生品市场参与者都有责任协助政府和自律性组织开展市场监管。而说明义务的设计目的旨在倾斜保护出于弱受地位的投资者的合法权益，不仅要求提供给投资者的信息是真实、准确和完整的，还应当让投资者充分了解产品内容和相关风险，符合适当性要求。

第三，违反信息披露和报告制度的法律责任是一种行政责任，监管机构可以

对违规方施予责令改正、罚款、暂扣或吊销相关执照等行政处罚，情节严重的甚至须追求刑事责任。然而，即使金融机构违反了信息披露和报告要求，投资者也难以援引相关行政监管规则请求该金融机构承担民事赔偿责任。

因此，在立法中明文规定说明义务规则，将其作为一种法定义务，将更好地保护投资者知情权、选择权等民事权利。当金融机构欺诈、隐瞒或虚假陈述重要信息时，投资者可以提出侵权诉讼，要求违法金融机构承担相应的民事赔偿责任。

（2）金融实践要求对金融机构附加说明义务

在国际资本市场上，由于金融机构违反说明义务而引发的场外衍生品交易纠纷由来已久，那些赫赫有名的欧美大型投资银行不时被投资者告上法庭。1994年10月，宝洁公司（Procter & Gamble）指控美国信孚银行（Bankers Trust Company）和信孚证券公司（BT Securities Corporation）销售利率互换产品时存在欺诈行为，造成宝洁公司超过1亿美元的经济损失。宝洁公司认为信孚银行未披露衍生品交易的重要事项，错误提示交易风险，违背了投资顾问的受信义务。次年，信孚银行又与一家印度尼西亚公司大马拉（PT Dharmala Sakti Sejahtera）发生场外衍生品纠纷，大马拉认为信孚银行在衍生品合约内容和风险上有不实陈述，违反了注意义务。在1998年摩根史坦利诉Puglisi案中，英国法院认为，摩根史坦利强调销售给原告的衍生品无风险且高收益，属于错误或欺诈的意思表示，违反诚实信用原则，侵害原告信赖利益，判定Puglisi胜诉。许多耳熟能详的知名金融该机构如美林银行、澳新银行财团、摩根大通、高盛等都不能幸免。次贷危机发生后，高盛集团更是官司缠身。2010年，SEC对高盛在兜售次级抵押贷款相关衍生品时的欺诈行为展开调查。高盛向投资者虚假陈述称该产品为独立第三方机构选择，事实上却是自己在与投资者对赌。同年6月，澳大利亚对冲基金Basis Yield Alpha Fund指控高盛集团虚报投资产品价值。尽管上述案件有部分最终以和解方式解决争议或投资者败诉，但这无不反映出在场外衍生品交易过程中金融机构不当说明行为的易发和频发。

（3）“迷你债券”风波后香港的改革

香港监管机构在对雷曼迷你债券事件痛定思痛之后，有针对性地进行金融监管制度改革，增加了金融机构重要实施声明义务的规定。香港证监在2009年公布《建议加强公众投资者保障措施咨询总结》中，对投资产品在售前、售中、

售后三阶段进行全程化监管。

在说明义务的说明内容要素方面要求，金融机构须向投资者提供双语产品重要事实说明（Product Key Facts Statements）。香港证监会下属投资产品部负有对产品重要事实说明的审查义务，确认该说明披露的信息方式适当、内容合理，如有问题将提出相应整改意见。产品重要事实说明应当包括但不限于以下信息：产品名称及类型、发行人、事实概要、是否适合某类投资者、收费、长期特征、中介薪酬、对产品是什么和如何运作的说明、主要风险、相关担保、冷静期规则以及其他信息。此外，每个场外衍生品都具有各自独特性，在产品重要事实说明中还应当附加根据产品特性所必须的重要信息。

在说明形式上，金融中介机构采用产品重要事实声明作为产品概要，在叙述时应当使用平实易懂的语言，以有助于个人投资者了解产品的特点与风险。履行告知义务的时间应贯穿于销售场外衍生产品前、售中和售后，告知内容应简洁、易懂。产品重要事实声明的长度要与金融产品的特性和风险相适应，原则上不超过 4 页纸，如确有需要的例外情形下篇幅也可以适当延长。声明中必须同时提供中文和英文两种不同语言版本，中英文两版具有同等法律效力。产品重要事实声明也是金融产品的发行文件之一，在形式上既可以独立于发行文件，也可以作为发行文件的一部分。说明形式宜采用书面说明方式，对需要特别强调的句子或词语应使用不同的字体凸显区别（如加粗、黑体、下划线等）。金融机构需要根据投资者的理解能力和专业知识水平，采用简单、易懂的语言来履行说明义务，控制篇幅、详略得当，避免对投资者产生误导。

4. 雷曼“迷你债券”购买者是否能够认定为金融消费者？区分金融消费者和投资者的一般规则有哪些？

（1）金融消费者保护的提出

早在上世纪 60 年代，金融消费者保护就伴随着轰轰烈烈的消费者保护运动而进入了人们的视野。英国经济学家泰勒提出的“双峰理论”，认为金融监管的两大目标包括：一是审慎监管目标，二是消费者权益保护。自此，正式将金融消费者保护问题从理论和政策层面纳入到了监管体制设计和改造之中。2000 年英国《金融服务与市场法》首次将消费者概念应用于金融行业，次贷危机之后英美等发达资本市场更是针对金融消费者特别立法保护，学术上也对金融消费者范围

的界定以及金融消费者与公众投资者间的异同等问题展开热烈讨论。

（2）区分金融消费者的一般规则

一般认为消费者是为满足个人或家庭的生活需要而购买、使用商品或者接受服务的自然人。构成消费者的三个基本特征是：（1）主体是自然人；（2）行为是购买、使用商品或接受服务；（3）目的是为了生活需要。金融消费者是消费者的一种类型，是消费者概念在金融领域的延伸。援引对消费者的定义，可以将金融消费者界定为为了满足个人或家庭的生活需要而购买、使用金融机构提供的商品或接受金融机构提供的服务的个人投资者。

（3）对金融消费者定义的实际操作

目前理论和实务界尚未对金融消费者达成统一定义，如美国和英国就各自确立有所区别的金融消费者的相关概念。英国根据《金融服务与市场法》对金融消费者做出了较为宽泛的定义，包括所有非经营性使用金融服务或投资金融工具的自然人。因此在英国法下，从事场外衍生品交易的自然人只要不是出于经营目的，都可纳入金融消费者的范畴。而从美国《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》来看，消费者金融保护制度主要与银行业务有关，消费者金融保护局也设在美联储下。在金融业混业发展的背景下，商业银行和保险公司被允许销售理财产品，这些理财或者保险产品可以与证券挂钩，亦可以是金融衍生产品，因此，公众投资者保护与金融消费者保护将出现很多方面的竞合与融合。公众（个人）投资者和金融消费者目的不同，外观相似，难以严格区分。

（4）就“迷你债券”购买者的分析

就雷曼“迷你债券”纠纷案具体分析，“迷你债券”购买者大多为非专业的中老年人，对金融产品了解甚少，许多人至今都不知道何为“迷你债券”。因此，符合（1）主体是自然人，（2）行为是购买、使用商品或接受服务，（3）目的是为了生活需要，这三大构成要素。但由于目前香港地区尚未建立起金融消费者保护的专门立法和专门监管机构，在处理雷曼“迷你债券”纠纷时并未将“迷你债券”购买者定义为金融消费者，而是认定为“公众（个人）投资者”。不过，法律并非对所有投资者一视同仁，而是针对市场弱势主体给予倾斜保护，从而调整金融机构与投资者之间悬殊的力量差异，缓解场外衍生品市场固有的信息不对称现象。香港《证券及期货（专业投资者）规则》规定，金融中介向专业投资者出

售投资产品时，可豁免适用《操守准则》中的若干规定。同时，针对公众投资者，明确规定交易主体须满足适当性原则，并非所有的自然人都可以成为合格投资者，对公众投资者的法律保护力度要强于专业投资者。

但无论是公众投资者亦或是金融消费者的法律保护，其根本出发点都是对金融交易中的弱势主体给予倾斜保护。对投资者和消费者的区分是为了对不同层次的市场主体提供有针对性的法律保护。因此，与其花费大量人力物力纠结于金融消费者理论概念上的完善和周延，不如关注金融市场的实际发展状况，在现有立法基础上进一步加强保护处于弱势地位的公众个人的权益，并充分引入金融消费者保护的基本理念，对场外衍生品交易的事先、事中、事后的全过程监管，调整金融机构与公众个人之间信息和能力的不平衡。

5. 根据雷曼“迷你债券”风波的经验教训，分析我国大陆地区金融机构适当性义务的法律规定与缺陷。

适当性规则起源于美国证券领域，最初只是证券交易商和经纪商的一种道德规范，1938 美国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers，以下简称 NASD）首次将投资者适当性原则列入其自律性监管规则，之后不断演进发展。现在，适当性规则已经成为发达资本市场投资者法律保护制度中不可或缺的重要内容。BIS 将适当性规则定义为：金融机构在向零售客户做出销售建议时应当决定该产品是否适合某个特定投资者。适当性规则要求金融机构在销售投资产品时去了解客户，将合适的产品卖给适当的投资者。随着场外衍生品市场发展，适当性规则的重要性日益突出，其内涵也将与时俱进。

（1）从“买者自负”到“卖者注意”的转变

“买者自负”（源于拉丁文 Caveat emptor）是市场经济的基本原则之一，意为购买商品的主体应当自己去识别和接受买卖商品的瑕疵，由于不慎行为引起的风险和损失买方自行承担法律后果。通常认为该原则源自英国 Chandelor v. Lopus 案，后作为普通法的一部分引入美国。“买者自负”原则经过长期适用和不断演变，成为了证券市场必然遵循的重要原则之一。在法理上，“买者自负”原则是民法“自己责任”原则在证券法领域的具体体现。在法律关系上，“买者自负”体现了证券买卖双方即发行人或交易商和投资者之间的民事法律地位平等。我国的证券立法中也体现出了买者自负的基本原则，《证券法》第 27 条规定，

股票发行后的投资风险，“投资者自行负责”。

但技术进步使商品日益专业化和复杂化，原本平衡的交易双方地位发生了倾斜。19 世纪 60 年代，英国通过法院判例部分否定了“买者自负”原则，发展出“卖者注意”（Caveat venditor）的新规则。因为从理论上讲，“买者自负”原则隐含了四个基本条件，即信息的对称性、投资者的适当性、市场环境的同质性和监管的正当性。而事实上，证券市场并不完全具备这四个基本条件，在衍生品交易过程中这些问题更为突出。伴随着场外衍生品的产生和不断推陈出新，投资者购买的金融产品越来越复杂、艰涩难懂，在市场信息不对称、交易双方力量不均衡的情形下，“买者自负”原则的普遍适用必然受到一定限制。卖者注意义务并非全盘否定买者自负原则，而是该原则演化和进一步发展。证监会主席肖钢在 2014 年 1 月 6 日召开的加强中小投资者保护工作会议上指出，在强调买者自负原则的同时，必须强化卖者有责。可见，二者并不冲突。

（2）发达市场对适当性义务的规定

发达资本市场的适当性规则经过七十多年的发展演变，已形成相对完善合理的制度体系，主要体现在客户分类、尽职调查义务和法律责任三个方面。

一是适当性规则的前提基础——客户分类。

美国、英国、欧盟等发达资本国家和地区都在立法中明确规定了投资者分类（见表 1）。通常来说，各国立法中并无公众投资者（或零售客户、个人投资者）的定义，而是直接规定专业投资者（或机构投资者、合格投资者）的标准与范围，其余的非专业投资者皆为公众投资者。就场外衍生品市场而言，分业监管国家中主要由行业主管机关负责立法规范客户分类。如美国场外衍生品市场由证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）合作监管，因此在具体适用时须就不同产品性质（互换或证券互换）来考量投资者分类。中国香港场外衍生品市场由香港证监会监管，投资者分类主要依据证券监管立法规定。而综合监管模式国家（如英国、新加坡），金融监管统一立法中所确定的投资者分类当然适用于场外衍生品投资者。

表 3：发达资本市场投资者分类比较表

国家或地区	美国	欧盟	英国	新加坡	中国香港
客户分类	证券立法：	1. 合格对手	1. 合格对	1. 认可投资者	1. 专业投资者

	1. 认可投资者 2. 合格投资者 3. 合格机构买者 4. 合格购买者 5. 其他普通投资者 （零售客户） 商品期货立法： 1. 合格合同参与者 2. 合格商业实体 3. 互换（证券互换） 主要参与者	方 2. 专业客户 3. 零售客户	手方 2. 专业客 户 3. 零售客 户	2. 专家投资者 3. 机构投资者 4. 其他普通投 资者	2. 非专业投资 者
--	---	-------------------------	----------------------------------	--	---------------

客户分类主要基于三个方面来确定投资者的类别：其一，资金实力。香港规定，可选择适用资产数额或者投资额来确定是否符合专业投资者标准，公司或合伙需要持有投资组合不少于 800 万港元或资产规模不低于 4000 万港元。其二，专业技能和行业经验。除投资者的资产规模和投资数额之外，具备足够的专业知识和投资经验是认定其是否达到专业投资者的基本要求之一。其三，是否为自然人。投资者是否为自然人也是界定非专业投资者的重要标准。

二是适当性规则的核心内容——尽职调查义务。

适当性规则要求金融机构对客户和产品履行尽职调查义务，主要包含两方面内容：一是了解客户。金融机构应主动调查了解销售对象是否符合法律法规的要求，即投资者适格。由于场外衍生品信息不对称、交易双方力量不均衡的产品特质，要求金融机构充分评估、了解客户的专业认知水平和风险承受能力，在确定投资者适格的前提下推销与其风险承受能力相适应的产品，且不仅在初次与客户接触和签订协议时搜集客户信息，还应当持续更新客户最新信息。二是了解产品。金融机构须充分了解所销售的投资产品并将产品信息及投资风险向投资者披露，即产品适合。传统的适当性规则仅要求投资者适格，而忽略了产品的适合性。2008 年雷曼“迷你债券”事件中凸显出产品特性与客户投资能力相互匹配的重要意义。近年来，发达资本市场监管制度改革在原有“了解客户”的基础上，增加了了解产品的调查义务。如美国 FINRA 要求进行产品“合理基础上的适当性”

（reasonable basis suitability）分析。英国也于 2007 年制定了“公平待客倡议”（Treating Customers Fairly Initiative），要求金融机构在产品设计时就考虑到公平对待客户。

三是适当性规则的责任保证——法律责任。

明确金融机构违反适当性义务的法律责任是有效实施该项规则的制度保障，

其责任形式主要为行政责任和民事责任。一方面，监管机构有义务检查和监督金融机构是否依法履行适当性义务。据 BIS（2008）的统计数据显示，在 2006 年至 2008 年三年间，美国证券监管机构（包括 SEC、NASD 和 FINRA）共计处罚 1739 起金融机构违反信息披露、客户沟通和适当性规则的案件。另一方面，投资者应被赋予就保护自身合法利益而寻求司法救济的权利和渠道。根据法定义务的认定标准、合同义务理论以及适当性规则的内涵分析，金融机构的适当性义务本质上应属于法定义务，而非约定义务。因此，金融机构违反适当性规则具体表现为缔约过失责任或者侵权责任。在认定金融机构责任时，采用何种归责原则将直接关系到投资者是否可以胜诉。民事侵权案件一般采用过错责任原则，即要求原告承担举证责任证明金融机构过错。这导致目前状告金融机构违反适当性义务的案件多为败诉。如 1996 年信孚银行诉大马拉案中，由于大马拉的机构投资者身份并且对产品表示理解这一特定事实，最终法官判决交易商没有违反适当性义务。2009 年投资 KODA 合约的多位中国内地富豪也由于符合香港证券法中专业投资者的标准，而投诉无门。投资者除了向法院提起缔约过失或侵权诉讼，还可通过其他非诉讼争议解决机制寻求救济，包括仲裁和其他争议解决机制。

（3）对我国的启示

我国法律中并未直接规定适当性规则，而是在公平交易、规范证券经纪公司行为、禁止全权代理、禁止利益承诺等条款中体现了适当性规则的立法精神。适当性规则主要集中于银监会和证监会的监管规则以及自律组织的业务规范中。

银行立法：原则性规定为主。我国的适当性规则最早出现在银监会 2005 年颁布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》。其中不仅要求商业银行了解和评估客户，提供适合的产品让客户自由选择，还规定向客户阐述产品的运作市场及方式，揭示相关风险。在之后的相关文件中，要求商业银行在客户分层的基础上，向不同客户群提供不同类型的个人理财顾问服务通道。“不得向客户提供预期真实需要和风险承受能力不相符合的产品和服务”。在开发设计阶段，应根据客户分层和目标客户群的需求；在销售过程中，应贯彻“了解你的客户”原则。银监会 2011 年新修改的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》明确规定，银行类金融机构应制定评估交易对手适当性的相关政策，完善客户适合度评估制度，以及建立客户的信用评级制度等。但在我国金融分业监管的背景下，上

述监管规则主要适用于银行业货币市场，而且银监会部门部分规章中有关适当性规则的条文多为原则性规定，较为抽象。银行业金融机构是我国场外衍生品市场的重要参与者，商业银行所销售的理财产品中包含在银行柜台交易的场外衍生品，而但与其巨额交易量不匹配的是，银行业市场尚未建立起完善的适当性规则。

证券立法：门类繁多。相比较而言，我国证券资本市场的适当性制度更为完备。自证监会 2003 年首次在《证券公司客户资产管理业务试行办法》中规定“了解客户”原则以来，证监会和证券业协会、期货业协会、各交易所等自律性组织制定并发布了多项涉及投资者适当性要求的部门规章、规范性文件及自律规则。证监会于 2010 年制定并公布的《关于加强证券经纪业务管理的规定》可适用于证券公司作为经纪商为客户提供销售场外衍生品和服务。该规定中提及，应当“建立健全客户适当性规则，要求在签订委托代理协议时，对客户风险承受能力初次评估，之后每两年至少进行一次后续评估”。证监会监管下的创业板、优先股、证券投资基金、银行债券、融资融券业、QFII 和 QDII 业务、股指期货等都分别建立了适当性制度，基本建立起适当性规则的制度体系。但目前相关法规规章都是在每推出一个随着新市场或新产品的出现而时不断拓展，证券投资者适当性规则缺乏统一的立法框架体系，投资者分类种类繁多、缺乏普适性，难以扩展至场外衍生品广泛适用。

客户分类：限制交易。从银监会的监管规则来看，我国银行业场外衍生品投资者可分为两大类——个人和机构。但在规则条文中并未涉及个人或机构客户的分类标准和依据。因此，在实践中二者的分类只是采用了一般意义上的理解：个人客户即自然人，机构客户须为商业实体。银监会在《关于进一步加强银行业金融机构与机构客户交易衍生产品风险管理的通知》中，虽然也还要求，银行类金融机构对衍生产品和机构客户分类，但并未却没有在立法中明文规定明确规定机构客户的分类标准。就个人客户而言，商业银行在具体确定个人理财产品起售点金额时，须依据考虑理财产品风险和潜在客户群的风险偏好和风险承受能力，销售起点金额不得低于 5 万元人民币。事实上已将资金实力在 5 万元以下的投资者已排除在外。在立法和实践过程中，投资者分类和适当性规则的目标却异化为对投资者市场准入的限制，缺乏对金融中介尽职调查的严格要求，导致金融机构的行为规范较为宽松。这使适当性规则从保护投资者合法权益的重要途径，变为交

易商等金融机构限制交易、免除责任的一种手段。

尽职调查：形式大于内容。银行和证券业监管机构都在适当性规则中明确规定了金融中介机构了解客户的责任，部分规则中还涉及了解产品和产品分类的义务。银监会要求，银行类金融机构对衍生产品和机构客户进行分类，并至少每年复合复核一次，强调必须获取由机构客户提供的声明、确认函等能够证明其真实需求背景的书面材料。针对个人理财产品客户，银监会要求对不同产品需设计专门的产品适合度评估书，对客户的产品适合度进行评估，并由客户对评估结果进行签字确认。证监会要求，证券公司要了解客户的财务与收入状况、证券专业知识、证券投资经验和风险偏好、年龄等情况，客户分类结果应当以书面或者电子方式记载、留存。我国银行业和证券业机构都强调，收集客户信息并严格要求以书面方式确认和保存，但就产品服务风险等级制度而言，仍缺乏相应的详细规定。金融产品的买卖双方存在内在利益冲突，经纪商可能为谋取更多佣金收入产生道德风险。在相关立法不完备的情况下，导致金融机构了解客户和产品的尽职调查义务往往形式大于内容。根据银率网对中国商业银行理财产品消费者的调查显示，三成以上的客户在银行购买理财产品时被误导，其中推销与客户需求不符或风险承受能力不匹配的占比均为 10.9%。

对此，应从完善投资者分类、加强金融机构行为监管、明确违规责任等方面构建并完善我国场外衍生品市场适当性规则的法律制度体系。

五、关键点

1. 关键点：本本例中雷曼“迷你债券”作为一种场外金融衍生品具有特殊性，金融机构销售过程中违反说明义务而构成欺诈行为，适当性义务要求“将合适的产品卖给适当的客户”，公众投资者保护和金融消费者保护的内涵不断丰富。香港地区的经验教训以及事后监管改革，对完善我国金融机构说明义务、适当性义务和金融消费者保护具有借鉴意义。

2. 关键知识点：分析场外金融衍生品的特殊性，金融机构欺诈行为的认定，分析金融机构销售金融产品过程中适当性义务的内涵，分析金融机构的说明义务与信息披露制度之间的区别，区分金融消费者和投资者的一般规则，分析金融消费者保护的理论和最新实践。

3. 能力点：调查搜索信息能力、分析与综合能力、批判性思维能力以及解决问题的实际能力。

六、案例的后续发展

见案例正文的第四部分。

七、建议课堂计划

整个案例课的课堂时间控制在 80-100 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：简要的课堂前言（5-10 分钟）

分组讨论 （30 分钟）告知发言要求：准备发言大纲

小组发言 （每组 5 分钟，控制在 30 分钟）

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15—20 分钟）

教师点评提升（10—15 分钟）。

课后计划：请学生采用报告形式给出更加具体的心得分享。（2000 字左右）

（案例使用说明字数：12945）