

《证券法》下证券公司投资者适当性管理常见问题与对策建议

马 鸣*

摘 要:随着资本市场快速发展,投资者权益保护得到长足发展,投资者适当性管理的重要性也逐步提升,本文通过对多家证券公司总部及分支机构投资者适当性管理的深入调研,梳理证券公司投资者适当性管理现状,发现适当性管理过程中存在的问题和困难,结合域外适当性管理实践和我国实际提出意见建议,旨在进一步提升行业投资者适当性管理的能力,进一步加强全行业投资者保护工作水平。

关键词:适当性管理 证券公司 匹配 信息披露

前 言

众所周知,投资者适当性制度是国内外资本市场通行中小投资者保护措施,根据国际证监会组织《金融产品和服务零售领域的客户适当性》所给出的定义,投资者适当性是指“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”。该规则的目的主要在于让证券公司等中介机构承担起适当性义务,保护投资者利益,从而避免中介机构为了自己的利益将高风险的业务和投资产品推荐给不适合的投资者,损害投资者利益,破坏市场秩序。投资者适当性制度在投资者保护、完善证券公司内部治理、减少系统性金融风险、维护金融稳定等方面都有重要作用。中国证监会 2008 年发布的《证券公司监督管理条例》中首次将投资者适当性要求引入市场监管要求,之后的十几年时间里,

* 作者单位为安徽证监局投保处。

最高人民法院、中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所等有关部门和证券行业自律组织先后发布了主板、创业板、中小板、新三板、科创板等领域投资者适当性的制度要求 20 余件。尤其是 2019 年 12 月 28 日通过的《证券法》中正式增加了投资者适当性要求,并纳入投资者保护专章中。

一、证券经营机构适当性管理现状

随着 2017 年中国证监会颁布实施《证券期货投资者适当性管理办法》,投资者适当性从探索阶段进入了全国范围内的落实阶段,我国证券市场的投资者保护工作也进入全新的发展阶段。经过近些年来对适当性制度的有效时间,整个行业贯彻新发展理念,锐意进取深化改革的大背景下,证券期货经营机构对适当性管理都有了更为深刻的理解,达成了多项共识,如投资者适当性是把合适的产品或者服务提供给合适的投资者;投资者适当性是现代金融服务(银行证券保险等)的基本原则和基本要求。2019 年《证券法》的实施,将投资者适当性这一已经被多年实践有效的投保制度从中国证监会的部门规章提高到法律层面,为投资者适当的制度的落实提供法律武器,使之成为真正有牙齿的投资者保护制度。

(一)证券公司落实投资者适当性管理的主要目的

一方面,从证券行业自身出发,做好投资者适当性管理是适应客户需求,加强投资者教育,以便为客户提供个性化、差异化服务的有效手段。另一方面,做好投资者适当性管理可以保护证券公司免于各类纠纷缠绕,预防监管处罚风险、民事责任风险等。从市场角度看,做好投资者适当性管理有利于进一步确立和彰显“卖者有责、买者自负”的市场规则。在当下的新发展阶段,资本市场蹄疾步稳,各类金融产品日新月异,结构化金融产品复杂程度不断提升,不同领域交叉销售日趋丰富,给投资者保护工作带来巨大挑战。这时,做好投资者适当性管理是平衡各方利益、约束证券公司短期视角、增强证券公司核心竞争力,同时提升证券公司客户服务水平的一味好药,对规范公司经营,推动资本市场发展和投资者保护工作具有重要意义。

(二)证券公司落实投资者适当性的管理模式

根据《证券法》《证券期货投资者适当性管理办法》等规定,证券期货经营机构具有全面履行投资者适当性管理的责任和义务。一是要了解自己的客户,对客户进行

投资者分类。二是要准确把握自身提供的金融产品及服务,对公司产品及服务划分风险等级。三是将客户风险等级与公司产品及服务风险评级进行适当性匹配,真正将符合客户适当性要求的产品及服务提供给适合的客户。四是要履行适当性告知义务,对产品及服务的风险进行全面而充分的揭示,并做好留痕工作。围绕上述要求,行业中一百多家证券公司经过三年的适当性管理实践和探索,在各有特色的基础上基本形成了“一套决策机制”“一个制度体系”“一组人才班底”“一项标准化流程”“‘一揽子’培训宣传”“一系列投资者教育”的“六个一”基本架构。

1. 一套决策机制

当前,证券行业经验机构普遍围绕投资者适当性管理,成立了由公司主要负责人或分管负责人牵头抓总的投资者保护领导小组或者投资者适当性管理领导小组。在一般情况下,公司合规总监和总部各部门负责人作为主要成员,负责制定全公司投资者适当性整体规划。领导小组一般会下设执行组或明确执行人员,负责公司投资者适当性管理的制度流程、系统构架、人员培训、宣传考核等工作。证券公司总部各部门、各分支机构按照领导小组和执行小组要求具体开展适当性管理落实工作,形成一套行之有效的决策机制。

2. 一套制度体系

证券公司围绕投资者适当性管理的各项要求,普遍结合自身实践建立了符合自身发展要求的投资者适当性管理体系。一般来说,首先,要制定适用全公司的《XX证券投资者适当性管理规定》,对全公司适当性管理的总体安排、流程控制、系统配置、人员架构、培训宣传、检查考核等各项机制作出明确规范。其次,是制定各业务条线的《适当性管理实施细则》,结合证券公司不同业务条线的客户分类、业务准入、工作流程等进行进一步的优化和完善。最后,将违反适当性管理的各项要求和罚则嵌入公司合规风控体系,由适当性管理牵头部门或合规部门对公司适当性管理落实情况进行考核监督。

3. 一组人才班底

证券公司落实投资者适当性管理离不开人才支持,在人才管理上,证券公司一方面指定专人在公司层面牵头适当性管理工作,另一方面在各个业务条线和不同部门配置投资者适当性管理专职人员,负责处理好本部门本条线的投资者适当性管理工作。同时,证券行业公司普遍在自身各类分支机构配备专职人员开展适当性管理工作,将投资者适当性管理嵌入公司风控合规体系,对分支机构适当性管理专职人员进

行相应培训和考核。

4. 一项标准化流程

为提高投资者适当性管理的有效性,证券公司普遍围绕不同业务制定了适当性管理的标准化流程。充分运用好适当性管理评估数据库,多元化、多维度对证券公司各个业务条线、各个业务环节进行适当性管控。根据不同的业务场景,从具体的操作步骤上,指导各部门、各分支机构在业务开展过程中落实好适当性管理。同时,及时根据监管、市场及行业变化更新各项业务的操作流程,不断优化适当性管理流程。

5. “一揽子”培训宣传

由于适当性管理涉及证券公司多个部门,有关的具体规定更新变化较快,证券公司每年对总部及分支机构适当性管理人员开展现场或者非现场培训,不定期开展诸多视频培训。围绕专项业务流程变化开展专项培训,围绕典型案例开展案例培训。证券公司普遍将适当性管理培训纳入公司总体培训计划开展“一揽子”培训。

6. 一系列投资者教育

根据国务院办公厅关于加强中小投资者保护的意見以及中国证监会、沪深交易所、中国证券业协会等各项规定,做好投资者教育是证券行业工作的责任和义务。证券公司普遍按照监管机构及自律组织要求,指定专门部门负责投资者教育。由投资者教育牵头部门抓总,依托各地分支机构,通过内外部媒体、网站、“两微一端”、短视频等渠道,制作发布投教视频、图文、漫画,开展讲座座谈,多渠道、多元化开展投教宣传,引导投资者理解适当性要求,树立理性投资理念。

(三) 证券公司开展适当性管理的主要流程

证券公司开展适当性管理的主要流程和重点环节在于了解客户、产品分级、适当性匹配、留痕管理、客户回访等方面。

1. 了解你的客户

证券公司做好适当性管理首先要了解客户,如实获得客户基本信息,客户基本信息的维度包括姓名、住址、职业、年龄、联系方式;财务状况;投资知识;投资经验;投资目标;风险偏好;诚信记录等。同时,证券行业公司会基于中国人民银行反洗钱要求进一步强化客户信息采集的真实性。在具体销售环节重点关注购买产品过程中客户信息的完整性,产品风险评级的有效性,客户意愿的真实性等,对风险测评已过期的客户强制启动重新测试的流程。

2. 做好产品及服务的风险等级测评

证券公司根据实际情况充分了解自身所提供产品的流动性、到期时限、杠杆情况、结构复杂性、投资单位产品或者相关服务的最低金额、投资方向和投资范围、募集方式、发行人等相关主体的信用状况、同类产品或者服务过往业绩以及其他因素,审慎对产品或者服务做好风险等级测评,对复杂产品、交叉产品及服务,根据产品或者服务的总体情况评估其风险等级。

3. 适当性匹配

证券公司在做好产品风险等级测评的基础上对每一位投资者进行产品及服务的投资者适当性匹配。保证投资者的风险承受的能力与证券公司产品及服务风险测评等级相匹配。在适当性匹配过程中,对客户选择的投资品种、投资期限以及可承受亏损等要素进行逐一匹配,认真做好投资者适当性管理匹配工作。

4. 留痕管理

证券公司在投资者适当性管理过程中会着重做好留痕管理工作。包括录音录像和客户回访。在保证留痕管理严谨到位的基础上,证券公司会更多考虑客户的体验感和双录留痕的优化。在线视频连线,柜员机、远程双录等方式也常见于实践之中。同时,证券公司对购买产品或接受服务的客户,会抽取 10% 以上进行客户回访,回访的内容包括但不限于是否客户本人;是否做好适当性匹配;是否存在适当性禁止行为等。

(四)2019 年《证券法》下投资者适当性管理的变化

2019 年《证券法》的颁布实施,第一次从法律层面明确了适当性管理制度,明确了投资者和证券经营机构在适当性管理方面的法律责任和法律义务,对金融产品分级、投资者分类、投资者风险等级变化等规定进行了细化。如若投资者故意提供虚假信息,或者拒绝证券公司的适当性匹配意见,投资者的损失将“买者自负”。

二、证券公司投资者适当性管理常见问题

随着资本市场的快速发展,证券公司各项业务也在飞速发展,同时,作为市场中介机构,证券公司承担投资者保护主体责任,投资者适当性管理义务日渐加强。从目前的实际情况和监管处罚情况来看,证券行业公司的投资者适当性管理还存在很多不足之处。一方面,本文对行业共性问题进行梳理;另一方面,围绕近些年的监管处

罚案例(行政处罚、监管措施、监管关注函)对证券公司投资者适当性管理的常见具体问题进行分析。

(一)证券公司适当性管理存在的行业共性问题

一是多目标冲突之下的利益选择问题。证券公司作为经营机构为股东赚取利润是其主要经营目的。投资者适当性管理工作在证券公司现实运行中存在许多矛盾点,最突出的就是适当性管理的各项要求与证券公司追求利益最大化之间的矛盾。就目前来说,部分证券行业公司落实投资者适当性管理还是缺乏内生动力,很多时候是因为法律法规与自律监管要求而不得不为。二是风险承受能力测评流于形式,风险测评是帮助证券行业公司了解客户真实情况的重要途径。然而在现实中,证券公司对投资者的风险测评常常流于形式,客户在填写风险测评或者调查问卷的过程中,出于不愿透露更多信息等各类主观原因,不实事求是填写自身客观情况,部分投资者还会虚假填报,进而获得更高的风险等级评定,使证券公司不能真正了解投资者的风险承受能力。三是对产品风险等级界定偏于宽松,证券公司为了更好更多地销售产品,普遍将自身产品和服务的风险等级界定过于宽松,便于销售给更多的投资者。四是适当性管理涉及证券公司多个部门,常常跨越多个分管领导,在牵头抓总及协调配合过程中存在盲点和困难。

(二)证券公司适当性管理存在的具体问题

据统计,自中国证监会《证券期货投资者适当管理办法》2017年正式颁布实施以来,证券公司涉及适当性管理的各类行政处罚和行政监管措施近50起,结合部分地方证监局出具的监管关注函,本文梳理出证券公司适当性管理的常见的10类具体问题。

1. 适当性管理制度健全问题

证券公司投资者适当性相关配套制度细则未根据公司总体适当性制度进行及时修订,存在相抵触之处;证券公司投资者适当性内部制度未能将外部监管要求全部纳入,存在内部制度比外部制度宽松的情况;证券公司高风险产品销售缺乏制度规定,未包含全部高风险产品及服务。

2. 未充分了解客户的基本信息

证券公司客户档案基础信息填写不完整、不规范,客户职业、学历、地址信息填写错误;客户档案缺少签字或者不同客户的签字高度一致;证券公司投资者风险承受能力调查问卷填写的学历、投资经验等内容与实际不符;客户开立账户时风险测评结果

与同日购买资管计划的风险测评结果不符;证券公司未对高龄客户职业信息填写异常进行核实;同一客户同日填写的两份信息登记材料内容不一致等。

3. 未落实账户实名制要求

证券公司未落实账户实名制要求;在明显怀疑客户非本人时,未进一步进行身份验证,开展业务介绍或主动推介,未拒绝向客户销售产品;证券公司在明知客户非本人操作账户时,未进行风险提示。

4. 客户风险测评存在问题

证券公司在客户未进行风险测评的情况下销售产品或者提供服务;客户风险测评问卷存在修改痕迹或未填写完整;证券公司工作人员向客户提供风险测评答案、诱导客户做高风险测评等级、代客户填写风险测评问卷;证券公司为便于展业明确提示客户重新做风险测评问卷。

5. 适当性匹配存在问题

证券公司在客户未签署“适当性匹配确认书”的情况下销售产品或者提供服务;客户适当性匹配材料填写不完整。

6. 存在不适当销售行为

证券公司向不符合准入要求的投资者销售产品或者提供服务;证券公司主动向客户推介超过其自身承受能力的高风险产品;证券公司员工在推介代销金融产品过程中未审慎评估客户购买产品的适当性;证券公司向不特定投资者推介私募基金产品。

7. 未充分揭示风险

证券公司在客户未签署风险揭示书的情况下销售产品或者提供服务;证券公司工作人员向客户推荐金融产品时片面强调产品收益,未充分揭示风险。

8. 投资者适当性后续评估存在问题

证券公司投资者评估数据库功能未有效发挥,客户风险等级变化导致适当性不匹配情况下无后续跟踪处理,适当性不匹配未实现实时告知;未对专业投资者、债券合规投资者开展后续资格评估。

9. 未保留履行适当性义务的证明材料

证券公司在业务开展过程中未保存投资者风险揭示书、对风险识别能力和风险承担能力进行评估等履行适当性义务的证明材料。

10. 客户回访存在问题

证券公司客户适当性回访话术不一致,客户回访发现适当性异常未进行有效处理;未界定投资者适当性客户回访异常标准,客户适当性回访流于形式。

三、境外资本市场投资者适当性管理实践

(一) 美国市场投资者适当性基本情况

投资者适当性制度的理论基础首先见于美国。美国资本市场在监管和司法实践强调“卖者有责”为目的。因此,美国萌发了有关投资者适当性管理的信义义务理论。所谓信义义务,是指在金融机构为客户提供金融产品获得服务过程中,要求金融机构与其客户产生信赖关系。这种信义义务需要在双方都同意的基础上,客户将其自身财产交给公司管理,客户保留收益权的信义关系。投资者适当性义务是这种信义义务的主要内容,既然客户对金融公司产生了信赖,金融公司就应当依据投资者适当性义务向其推荐合适的金融产品。基于证券市场实践,美国将投资者分为专业投资者与普通投资者两类,对专业投资者规定了经营机构适当性义务豁免情形,如果专业投资者自身具有判断风险和决策的能力则经营机构的适当性义务即可免除。

(二) 欧盟市场投资者适当性基本情况

《欧盟金融工具市场指令》是目前整个欧洲金融市场最重要的法令。《欧盟金融工具市场指令》规定欧盟成员国所有在其境内开展金融服务的投资机构,都需要遵循投资者适当性义务。《欧盟金融工具市场指令》将投资者分为专业客户和零售客户,专业客户里又有专业能力更强的合格对手方。金融机构针对不同类型的客户采取不同的适当性管控措施。零售投资者将获得相对于专业投资者和合格对手方更为优化的投资者保护措施。投资者的分类并非一直固定,零售客户可以在符合一定的条件下成为专业投资者,在这个过程中,投资者要以书面形式确认自己可能承担的损失和后果。在投资者分类方面,我国适当性管理制度与欧盟的要求有很多相似之处。

(三) 日本市场投资者适当性基本情况

日本《金融商品交易法》规定了适当性管理制度大的原则。日本金融机构进行金融产品及服务交易,应当参照投资者的知识、经验、财产状况及签订金融商品交易合同的目的,不得进行损害或有可能损害投资者保护的不恰当劝诱行为。日本《金融商品销售法》规定,金融销售业者应采取必要措施以确保恰当地进行金融商品销售,以

保护客户的权益;要求金融机构承担对投资者“善尽说明”(风险揭示)的义务,在签订合同前必须严格履行书面说明义务和风险提示义务,如果金融机构未尽此义务而致投资者遭受损失的,投资者可对其请求损害赔偿。

(四)中国香港特别行政区市场投资者适当性基本情况

香港证监会发布了著名的《持牌人或注册人操守准则》,其规定证券行业持牌人履行适当性义务应当遵守的义务:一是客户最佳利益原则,即金融机构在向投资者提供服务或推荐其他机构服务客户时,应以投资者收益的最大化为目的;二是了解你的客户,即金融机构采用一切合理的方式,了解投资者的身份、财务状况、投资经验及目标;三是投资者适当性原则,即金融机构在向投资者推荐产品或者服务时,应对公司自身产品进行尽职调查,确保作出的建议适合投资者。

四、关于进一步强化证券公司投资者适当性管理的建议

(一)着力解决行业投资者适当性管理的共性问题

根据上文中总结出我国证券公司投资者适当性管理的共性问题,参考国内外经验,得出的结论是,证券公司必须从市场发展和行业高度真正认识到投资者适当性管理的重要性,切实负担落实投资者适当性管理的主体责任,持续提升投资者服务理念,创新投资者服务方式,重视投资者权益救济。因此,证券公司应当统一思想,不断增强内生动力,明确投资者适当性这一保护投资者的“第一道防线”,不断建立健全证券行业公司投资者适当性管理制度流程和考核评级,动态关注客户风险等级变化,真正建立以客户为中心的发展模式。

(二)下大力气解决适当性管理具体问题

证券公司投资者适当管理的具体问题分布于开户、交易、服务及营销等各项具体业务之中,需要从多个角度下大力气逐一解决。

1. 充分运用大数据手段做好适当性匹配

在客户信息识别和更新环节,证券公司可以积极应用大数据等手段对投资者进行综合分析,对自身客户的基础信息、财务状况、风险偏好等进行有效评估,准确把握投资者风险承受能力。先对客户真实信息及客观财务实力进行分析,后对其主观风险偏好进行分析,进而对客户风险承受能力进行总体评价。客户的风险承受能力并非不变,而是不断处于变化之中,因此要定期进行调整,甚至重新测评。要建立智

能评估数据库,将客户各类信息纳入智能评估数据库系统,减少人工干预。通过各类智能化手段充分营造“买者自负、卖者有责”的投资氛围。

2. 实事求是做好产品风险等级评估

证券公司要做好投资者适当性管理,就必须实事求是地对自身提供的产品和服务做好风险等级评估。在对产品和服务进行深入了解的基础上对其所承担的风险大小进行评估与预测。建立一套相对完善的金融产品风险评估体系对证券公司来说意义重大,可以使公司对自身产品服务的了解更加深入,也可以进一步强化证券公司产品和服务的附加值。

3. 切实做好适当性匹配工作

证券公司做好适当性匹配工作,要以了解客户情况和自身产品服务风险情况为前提,否则二者的适配就无从谈起。证券公司做好适当性匹配工作的目的,在于真正使自身客户免于购买高于其风险承受能力的产品或服务,为客户拓展足够的空间来选择适合自己的产品及服务。证券公司需要不断强化对于各类风险的辨识程度,真正了解认识自己的客户,并为客户选择真正适合其投资者目的的产品及服务,进而提升公司的客户服务水平。在此过程中,应当把握三点规则:一是投资者适当性管理必须以客户风险承受能力为衡量标准。二是动态了解客户投资风险,发现问题及时处理。三是在为特定客户或者高龄客户服务过程中,风险提示应当突出并清晰易懂。

4. 全面及时做好产品及服务信息披露

证券公司在销售产品或者提供服务过程中,应当全面及时做好产品及服务的信息披露,便于投资者更好理解产品及服务信息,有效降低工作人员不当销售的风险。具体来讲,在客户风险承受能力或者风险等级变化时,须尽快告知客户,并采取相应的风险控制措施。

5. 切实做好投资者适当性后续跟踪管理

证券公司许多产品或者服务的适当性管理并不是一次完成,而是一个持续的过程,中间发生的许多变化都可以导致投资者风险承受能力预期持有的产品或者服务不匹配,证券公司应当密切公司内部各部门的协调配合,由牵头部门统一负责跨部门的适当性跟踪管理并及时督导反馈。善于利用各类风险预警系统,用好并用足现有的适当性管理评估数据库,及时告知客户风险等级调整信息,并做好相应后续管理工作。

6. 持续加强投资者教育工作

随着资本市场全面深化改革的深入,投资者教育工作任重道远、使命光荣。做好投资者教育宣传是做好投资者适当性管理的重要内容。证券公司应当通过多种渠道、方式向投资者普及宣传交易规则、适当性基础知识;在日常服务过程中,向投资者介绍产品或者服务过程中要充分揭示相关风险,帮助投资者树立理性投资、长期投资、价值理念。