

我国证券期货适当性管理制度的反思与重构^{*}

张志红^{**} 陈丽媛^{***} 文 雯^{****}

摘要：对证券期货投资者适当性管理制度最直接的概括，即证券期货经营机构应将合适的金融产品销售给合适的投资者，其最终落脚点是为了保护投资者利益。自2007年起，我国投资者适当性管理制度发展经历了起步、全面发展、规范实施三个阶段，形成了覆盖了法律、行政法规、部门规章、自律规则及其他规范性文件的主要规则体系。尽管我国投资者适当性管理制度已初步成形，但随着我国资本市场的不断发展，也面临着诸多问题。如何进一步完善证券期货投资者适当性管理制度，更好地通过投资者适当性制度规制资本市场各方参与者的行为，值得进一步的思考与研究。

关键词：投资者适当性 投资者分类 投资者保护

自我国首次引入证券期货投资者适当性管理制度的概念至今已有近二十年，目前以《证券期货投资者适当性管理办法》（以下简称“《适当性管理办法》”）为标志，我国在证券、期货、基金领域内建立了一套完整、统一适用的投资者适当性规则体系，但仍面临着诸多问题和挑战。本文将根据业务实践中的痛点、难点，对我国适当性管理制度的完善提出具体建议。

^{*} 国泰君安证券股份有限公司承接中证中小投资者服务中心第6期课题研究工作并最终形成了《完善证券期货适当性管理制度研究》课题研究报告，本文为对课题研究报告部分观点的精简和提炼。

^{**} 国泰君安证券股份有限公司合规总监。

^{***} 国泰君安证券股份有限公司法律合规部总经理助理。

^{****} 国泰君安证券股份有限公司金融产品业务法律合规主管。

一、把握基本原则和核心抓手

目前理论及实务界对于适当性管理制度的价值取向和基本要素已经形成共识,但在制度细节精准把握方面,不少观点、实操仍存在方向性偏差,究其原因,概未能整体有机解读“卖者尽责、买者自负”基本原则。对此,建议首先从以下方面明辨认识,突出核心。

(一) 基本原则:厘清卖者尽责与买者自负的关系

买者自负与传统民法上的意思自治理论中的“契约自由”“自己责任”原则一脉相承,均基于经济学上的“理性人假设”,但作为买者的投资者与作为卖者的经营机构在信息资源、专业能力、资产实力、交易地位等方面存在相当程度的差异和不对称,因此金融交易领域契约自由的绝对性需受到公权力的强制干预,将履行适当性义务的“卖者尽责”作为适用“买者自负”原则的前提。

但要求卖者承担适当性义务的制度目的是为了使得金融投资者能够在充分了解金融产品、服务的特征及风险的基础上作出自主决定,若将“卖者尽责”错误异化为“卖者全责”,将完全违背市场规则和法理原则。在证券期货经营机构(以下简称“经营机构”)履行卖者尽责义务后,即由投资者自行承担由此产生的收益和风险,否则契约自由与契约正义、金融市场健康发展与投资者权益保护等对等价值的平衡将因过度偏向后者而无法实现。

随着互联网飞速发展,人类进入了信息大爆炸时代,投资者与经营机构之间的信息不对称的现象在逐步改善,因此投资者适当性产生的“信息不对称”的理论基础也已有所改变。

(二) 核心抓手:确立告知说明义务

1. 必要性、可行性

确立适当性义务的核心抓手,有利于经营机构完善内部适当性管理机制,有利于投资者、监管机构、司法机构督促、监督、审查适当性义务的切实履行。

一方面,告知说明义务是适当性义务三要素中了解客户、了解产品义务的结果要求(主要是了解产品)和适当销售的前提条件,能够实现三要素内涵的有机串联。对投资者而言,告知说明义务的履行是投资者能够真正了解各类金融产品或服务的投资风险和收益的关键,对投资者自主决策具有首要影响。最高人民法院观点

即认为:“经营机构适当性义务实质可以分为两个层次,一是告知义务,二是适当推荐义务……告知说明义务是适当推荐义务履行的前提。”^①

另一方面,对经营机构而言,了解产品后的告知说明义务相较适当性义务另外两要素——了解客户、适当销售义务来说,受投资者主观因素、外界客观限制影响较小,经营机构更具备履行能力。

2. 操作建议

(1) 履行告知说明义务以了解产品为必然要求,以了解客户及适当销售为必要补充。告知说明义务应包括两方面事项内容:对产品各项属性及其风险的告知、对产品与客户承受能力是否匹配的告知。两项内容分别对应了解产品、了解客户的适当性义务内涵。

但应该认识到,内涵三要素对告知说明义务的影响并不完全相同。产品属性、风险作为最主要且客观的告知事项,必然依赖对产品的充分了解。而了解客户、适当销售受投资者主观因素影响较大,且以投资者自主决策为终局依据,其相应信息应当作为告知说明义务的补充。故了解产品是对经营机构履行告知说明义务乃至适当义务最为关键的核心要求。

(2) 以主客观相一致标准作为评判告知说明义务的衡量标准,以最易理解附加突出重点的告知文本以及区别适用的告知形式作为履行告知说明义务的实操方案。相对较易把握的客观标准,因人而异的主观标准无疑对业务实操提出了难题^②。在该概括性原则要求下,不同投资者群体的分类标准及其对应的告知说明标准欠缺统一、明确的指导规范,经营机构自身也难以给出肯定经得起事后监督、审查的合理结论。对此,建议,一方面,由监管机构、行业协会等统一制定明确、清晰的分类标准;另一方面,未形成通过统一的分类标准之前,经营机构可按就高原则,按照自身理解能力最差的适当投资者(风险承受能力最低)也能够正常理解的标准设计全面翔实而又突出重点的告知说明文本,同时针对高龄客户、盲人、聋哑人等群体采取专人讲解、语音讲述等形式进行特别告知。

(3) 告知说明事项的必备内容。一是对产品各项属性及其风险的告知,包括产

^① 最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第426页。

^② 《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》)规定:“应当根据产品、投资活动的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。”

品提供者、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、各方权利义务与责任、金融产品的一般风险及该特定产品的特定风险、投资本金和收益可能发生的最大损失、合同的主要条款等信息。二是对产品与客户承受能力是否匹配的告知;不匹配而投资者仍决定购买的,经营机构应再进行不匹配风险告知,并由投资者予以确认(个别要求强制匹配业务除外)。

二、明确适当性管理标准

(一)厘清投资者分类逻辑

我国现有立法规则对于证券期货市场投资者的分类标准比较混乱,投资者的类型呈现层次纷杂、认定标准不清晰的情形,而专业投资者、普通投资者及合格投资者等投资者分类又普遍存在相互嵌套的情形。投资者适当性管理制度本质上是一项投资者分类保护制度,优化各类投资者的分类层级及认定标准,有利于切实保护投资者权益。

1. 将投资者分类为专业投资者、普通投资者,其中专业投资者可豁免合格投资者准入要求

我国目前各类投资者分类标准普遍存在相互嵌套的情形,特别是在创业板、港股通、北交所交易、退市板块交易业务、私募产品领域等均存在满足专业投资者认定标准即实质符合相应合格投资者准入要求的情况。对此,笔者认为,经综合评估被认定为专业投资者的客户,其资产状况、风险识别和承受能力、投资经验等各方面均已达到较高的标准,因此在购买相应的产品或进入相关市场等时应豁免合格投资者准入要求,而出于保护普通投资者的目标,普通投资者应甄别适用合格投资者准入要求,这也是投资者分类保护的应有之义,同时专业投资者的市场角色也能得到明确,从而更好地发挥专业投资者对资本市场的积极作用。

此外,从投资经验来看,目前自然人投资者的境外投资经历越来越普遍,但实际操作中由于缺乏具体认定标准,加之同业机构在操作中尺度不一,致使部分已有美股、海外资产管理机构资产管理产品购买经历的海外高净值客户,在认定专业投资者方面是否存在一定的障碍时缺乏相应的指导标准,考虑到实务中证券期货经营机构难以对投资者境外投资经验进行核查,应由投资者自行承诺该等投资经验的真实性及准确性。

2. 针对普通投资者区分适用合格投资者准入要求

(1) 针对普惠性金融产品,无需设置合格投资者准入要求;针对私募类金融产品,建议针对普通投资者设置合格投资者准入要求。

公募类金融产品具有公开募集、规范运作的特征,大多投资起点要求较低,其具备普惠金融的特质,且在管理人资质、募集及运作产品运作环节均有相应完备的法律法规,产品结构相对简单、风险较低,不设置合格投资者准入要求较为恰当。

鉴于私募类产品在管理人资质、监管强度和产品运作规范程度等方面均弱于公募类产品,且具有非公开募集、产品结构较为复杂、流动性较差、投资起点较高和信息披露程度较低等特征,建议针对私募类金融产品设置准入门槛。另外,专业投资者和私募类金融产品合格投资者的认定标准和准入要求具备重合性,专业投资者认定标准高于私募类金融产品合格投资者的认定标准,实务操作中对于专业投资者和私募类金融产品投资者再次进行区分并无太大必要。综上,针对私募类金融产品,建议仅针对普通投资者设置合格投资者准入要求。

(2) 对于具备资产管理属性的金融产品以外的金融业务或者产品,以风险等级为维度区分适用合格投资者准入要求,较低风险业务或产品无需适用合格投资者准入。

普通投资者应当以业务或者产品的风险等级为维度,区分适用合格投资者准入要求。针对普通投资者,风险等级为 R1—R3 的业务或者产品可不设置合格投资者准入门槛,而 R4、R5 的中高风险、高风险业务及产品应当设置准入门槛以排除不适格的普通投资者。理由有二:其一,合格投资者制度为一项准入制度,相应的金融产品或服务在该等封闭市场内的投资者间流转,本质上是为了将风险承受能力和风险识别能力不适格的投资者排除在外。而 R1—R3 风险等级的业务、服务或者产品风险较低,对投资者的风险承受能力及风险识别能力要求较低,若设置合格投资者准入门槛将大大降低资本市场的流通性且难以满足投资者的投资需求。考虑到《证券适当性管理实施指引》征求意见稿的产品或服务风险名录中股票风险评级是 R3,而股票作为我国资本市场最为投资者熟悉的投资品种,以其风险等级为划分节点有其合理性。其二,R4、R5 的中高风险、高风险业务及产品仍应当设置准入门槛,该等产品、服务或业务均存在风险较高、结构较复杂、投资者可能难以认知相关风险的特点,因此排除不具备相应风险承受能力及风险识别能力的普通投资者是对其的合理保护。

(3) 对于设置合格投资准入的业务或产品,以投资者是否自主管理为维度区分适用合格投资者准入要素。

具体而言,对于需要投资者自己管理的投资品种即投资者依据其投资经验和投资知识,自行作出投资决策、自行评估投资风险的投资品种,准入门槛要素应包含对投资者的资产要求、投资经验要求,投资者同时应具备相应的投资知识,通过知识测试、累计一定数量的仿真交易成交记录等,对投资者进行更为有效的保护。

而对于委托管理类的金融产品或服务(如资管产品、管理型基金投资顾问等),在其准入前置条件中设置投资经验的要求不尽合理。该等产品或服务本质上为管理人或受托人受投资者之托,代投资者理财,投资者投资该等金融产品或服务事实上是对管理人或受托人进行选择而非自行作出投资决策、自行评估投资风险,无需择时择机选择或退出底层投资标的。针对该等金融产品或服务,准入门槛只需要求投资者满足一定的资产要求以确定其具备相应的风险承担能力即可。

(4) 对合格投资者的认定不设置有效期限限制。

目前除债券投资者准入门槛有每两年评估一次^①的要求外,相关规则对于其他业务的准入门槛(含私募类资管产品的合格投资者)均未明确规定认定有效期,因监管规则层面的不明确,加重了经营机构和投资者在频繁进行合格投资者认定工作中的负担。考虑到经营机构至少每两年^②要对投资者进行一次风险能力测评,同时业务准入门槛,尤其是私募类资管产品合格投资者的认定标准与专业投资者认定标准在很多维度方面基本一致,但专业投资者仅需认定一次即可长期有效,建议参照专业投资者的管理规则,对各项业务准入门槛,尤其是各类合格投资者的认定有效期也不作限制。

3. 统一投资者特别保护机制

首先,建议私募类资管产品均设置投资冷静期。考虑到私募类资管产品的最

① 《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法(2022年修订)》第21条规定,证券经营机构应当动态跟踪和持续了解专业投资者条件,至少每两年对投资者进行一次后续资格评估……

② 目前,证监会、银保监会的相关监管规定均要求每一年或每两年对投资者重新进行风险能力测评。例如,《理财公司理财产品销售管理暂行办法》第31条规定,“超过一年未进行风险承受能力评估或发生可能影响自身风险承受能力情况的非机构投资者,再次购买理财产品时,应当在理财产品销售机构营业场所(含电子渠道)完成风险承受能力评估,评估结果应当由投资者签字确认。”《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》第九条规定,“超过两年未进行风险识别和承受能力评估或者发生可能影响自身风险承受能力情况的个人投资者,再次投资资金信托时,应当重新进行风险承受能力评估。”《保险资产管理产品投资者适当性自律管理办法(试行)》第31条规定,“自然人合格投资者的风险承受能力评估结果有效期最长不得超过一年;产品销售机构再次向超过一年未进行风险承受能力评估,或发生可能影响自身风险承受能力情况的自然人合格投资者推介产品时,需对该自然人合格投资者重新进行风险承受能力评估,评估结果应当由自然人合格投资者书面确认。”

低起投金额较高(至少三十万起投),而开放频率、份额流动性、信息披露程度等较低,为防止投资者因为一时冲动而投资,建议其他私募资管产品参照银行非保本理财产品和私募基金的规则,为购买私募资管产品的投资者设置不少于 24 小时的投资冷静期。

其次,建议制定统一的高龄客户认定标准,持续完善高龄投资者适当性管理制度及服务高龄投资者的相关程序和流程,划定高龄投资者年龄线可以主要从投资者的收入来源及认知状况方面进行考虑。对于这两个维度,可以参考我国居民退休年龄及居民罹患认知障碍症的易发病年龄段^①。根据投资者调研与国泰君安证券的投资者年龄结构分析^②,将高龄投资者年龄线划定为 60 周岁或 65 周岁对经营机构和投资者影响面较大,且绝大部分^③投资者认为应当对 70 周岁以上投资者采取特别保护。鉴于此,建议将高龄投资者认定标准确定为有效身份证件上的年龄已达到 70 周岁或以上的普通投资者,经营机构应当全面了解高龄投资者情况(包括其身体状况、疾病史等必要信息),重点核查相关要求是否为其本人的真实意愿、其留下的联系电话是否为其本人使用、其账户的实际控制人是否为其本人、其本人是否具备买卖证券或金融产品的基本知识等信息。

最后,建议私募类资管产品应统一要求强匹配销售。目前,除私募基金允许超风险销售外,其他私募类资管产品均要求不得向投资者销售与其风险承受能力不相匹配的产品。考虑到备案制的私募基金管理人在监管标准、募投管退规范性等方面尚低于审批制的持牌资产管理机构,但私募基金无论是最低起投金额,还是风险特征方面,却均不低于其他私募类资管产品,甚至其风险属性在一定程度上高于私募类资管产品,故从保护普通投资者的角度出发,应要求私募基金也进行强匹配销售。

4. 统一投资者风险测评问卷

风险测评问卷是经营机构了解投资者的重要渠道,原则上是基于整体测评结果对投资者进行打分,并初步分为几大类(例如常见的五级分类),其中某一具体题目选项不应当独立于测评问卷整体而产生直接影响。

^① 2021 年 7 月,人力资源和社会保障部社会保障研究所所长何平提出,我国应逐步延迟退休,建议到 2045 年不论男女,退休年龄均为 65 岁。部分医学文章指出,年龄是罹患认知症最大的风险因素,认知症症状通常在 70 岁左右显现。

^② 截至 2022 年 10 月,国泰君安证券的自然人投资者中,年龄在 60 周岁以上的占比高达 21.31%,65 周岁以上投资者占比高达 10.81%。

^③ 笔者对 390 名投资者进行的调研问卷结果显示,69.49%的投资者认为应当区分年龄段对投资者进行特别保护,其中,认为将特殊保护年龄设定为 70 周岁以上的投资者数量最多,占调研投资者总数的 35.06%。

在实际操作中,不同业务与不同机构的风险测评问卷在逻辑与表述上存在诸多不同,不仅可能造成风险测评结果的不同,还可能为风险评估增加不必要的成本。因此,建议在梳理现有行业内模板与表述的基础上,整合统一的风险测评问卷。

(二) 优化产品或服务的风险评级

1. 对于市场上已有的各类产品或服务,建议行业协会在现有产品或服务风险等级名录或标准基础上,统一其现有的具体风险等级

目前的投资者适当性管理制度仅对产品服务的风险等级划分提出宽泛性意见,导致市场上出现不同经营机构对同一金融产品或服务的评级不同,同一产品在不同市场评级不同的现象。对此,建议行业协会可以在现有产品或服务风险等级名录或标准基础上,统一现有的各类产品或服务的具体风险等级底线判断标准,作为规范性的、可操作性的指导意见。经营机构可以基于自身情况在协会确立的具体风险等级底线判断标准基础上调高产品或服务的风险等级。

2. 对于未来新设产品或服务以及因现行要素变更而需调整风险评级的,建议各类产品或服务的创设主体在监管部门或行业协会的指导下直接确定风险评级

相较于产品或服务的创设主体,经营机构可能并不能完全掌握或评估该产品或服务本身的性质、复杂性、可理解性、流动性、透明度、杠杆情况、损失程度、发行人等相关主体的信用状况、同类产品或服务过往业绩等因素。因此,由各类产品或服务的创设主体或其行业协会确定其所创设或管理的产品或服务的风险评级较为科学合理,建议在其发布相关产品或服务的投资者管理细则中能直接明确产品或服务风险等级,由此既可以降低各经营机构需要基于现有规则中的产品或服务风险特征的概要描述而重复划分产品或服务风险等级的成本,又可以避免在业务实践和司法裁判中各主体对相应产品或服务风险等级划分的理解和适用上的差异。

(三) 以“卖者尽责”后的投资者自主决策为一般匹配原则

不少学术意见、实操处理僵化地认为,适当性义务就是要实现将了解客户后形成的风险承受能力与了解产品形成的风险等级严格匹配。这种片面认识概因未能在正确厘清“卖者尽责”与“买者自负”原则关系的基础上把握问题要领。适当性义务的出发点是为金融产品或服务的双方主体确立相对平等的交易地位,但投资者作为一般理性人和金融交易参与主体,应当具有基本的识别和判断能力,在经营机构通过提供、揭示产品或服务的信息、风险履行告知说明义务之后,投资者即应当自担投资决策风险。

金融产品或服务的风险属性与投资者自身的风险承受能力相匹配,是适当销售所倡导追求的理想结果,而并非一成不变的强制性要求。一般情形下针对风险等级超过自身风险承受能力等级的产品服务,在经营机构履行特别风险揭示等适当性义务后,投资者仍坚持购买的,应予以准许,仅部分特殊业务项下才强制要求两者严格匹配。风险承受能力测评本身就包含大量主观承受能力指标,完全由投资者自主决定。因此,投资者的自主意愿在适当销售的匹配环节中居于关键地位,经营机构在此负担充分告知说明等前提义务。

(四) 规范适当性要素匹配要求并强化持续管理

目前,行业对于适当性要素的基本共识是四要素,即风险承受能力等级(风险等级)、投资期限、投资品种、期望收益,但实践中投资者申请某项业务交易权限或购买金融产品时,经营机构是按照四要素匹配还是一要素匹配,做法各不相同。从产品或服务的角度出发,并非所有的品种都具有与四要素一一对应的特征,比如股票交易就不存在明确的投资期限特征。建议在充分评估各品种特征基础上,对适当性要素匹配要求做进一步规范:一是明确风险等级,这是一要素匹配的基本要求;二是结合品种特征,对不同品种实施不同要素的匹配规则,包括金融产品按四要素进行匹配,股票类按三要素进行匹配(即不包含投资期限),证券投顾业务按风险等级一要素进行匹配。

同时,考虑到金融产品本身及投资者风险测评等级可能随时间发生变化,建议进一步规范投资者适当性持续管理相关要求。首先,明确并统一要求投资者风险测评有效期为两年。考虑到投资者在接受金融服务或购买金融产品时已对其是否适合参与做了综合性的风险承受能力评估,测评过期的情况下不能直接反映投资者是否适合继续投资已有品种。建议对于测评过期的投资者不应要求(包括监管导向)对其已开通的业务权限或持有产品实施交易限制措施,但在其申请新业务权限或申请购买其他金融产品时,应要求先更新风险测评信息,以便于开展投资者风险承受能力的综合评估。

其次,对于金融产品或业务服务风险等级发生调整的,应明确规定经营机构应当告知投资者产品或服务风险等级调整事宜,进行风险提示,并根据投资者当前最新风险承受能力等级出具适当性匹配意见;其中对于投资者后续测评结果下调至在途业务权限风险承受能力等级准入门槛之下的,经营机构应当对其就该项业务权限实施限制买入/开仓措施。

三、发挥各方主体完善作用

(一) 从长期维度角度,应建立以功能监管为导向的完善上位法体系

所谓功能监管,是基于金融体系基本功能而设计的更具连续性和一致性并能实施跨产品、跨机构、跨市场协调的监管^①。与之相对的是机构监管模式,监管机构权限的划分以所监管的经营机构的类型为依据,不同的监管机构分别监管各自的经营机构且无权干预其他类别经营机构的业务活动,这也是我国传统的监管模式。纵观美国、欧盟、新加坡及我国香港地区等国家及地区,尽管由于各法域的金融市场发展历程及发展现状等差异导致监管体系存在较大差异,但基本上都体现了功能监管的相关特征。

随着我国金融业的不断发展,近年来出现了大量跨行业、跨市场的金融产品或服务,混业趋势日益显现,相应的金融风险也不再局限在某类行业或者市场。目前,《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》)的颁布已明确了在资产管理产品领域功能监管的规定^②。从长期维度考量,应在投资者适当性领域参照《资管新规》设立跨市场、跨行业、跨机构、跨产品的统一投资者适当性管理规范,各监管机构的投资者适当性管理细则不得违反统一规范之内容,且需明确监管机构对违规行为的认定及处罚标准应保持一致。

(二) 强化经营机构责任并赋予其一定自主权

1. 压实经营机构主体责任

我国的资本市场投资者结构目前仍以风险意识薄弱、专业知识欠缺、风险承受能力较弱的个人投资者为主,其在选择金融产品和服务时缺乏独立判断能力,往往成为市场剧烈波动的受害者。

证券、期货公司等经营机构是适当性制度的实施主体,落实适当性制度关键在于压实经营机构责任,强化其责任主体地位。经营机构通过提供金融产品和服务获取收益,天然具有开发更多客户、销售更多产品和服务的内在经营动力,同时其对产品或服务的信息掌握得更加全面、深刻,相对于投资者来说处于优势地位。面对日益复

^① 顾海峰:《基于金融混业视角的金融监管创新路径:功能监管论》,载《金融理论与实践》2010年第10期。

^② 《资管新规》第一条第(三)款规定:“坚持宏观审慎管理与微观审慎监管相结合、机构监管与功能监管相结合的监管理念。实现对各类机构开展资产管理业务的全面、统一覆盖,采取有效监管措施,加强金融消费者权益保护。”

杂的金融市场和产品,投资者尤其是普通投资者处于明显的弱势地位,经营机构必须切实承担起“卖者有责”的义务,约束短期利益冲动,只有满足这一前提,才能要求投资者“买者自负、风险自担”。

此外,切实执行适当性制度,将相关适当性要求落在实处,也有利于经营机构有效管控风险,优化服务,提升其经营效率和竞争能力,有助于行业的健康发展。

2. 赋予经营机构一定自主权,建立投资者准入互认机制

在压实经营机构主体责任的前提下,建议赋予经营机构一定自主权,这有利于充分激发经营机构的活力,促进市场健康发展。建议不同投资者准入之间的互认机制可设计如下:

(1) 纵向互认。对于同类投资品种,同一投资者如已符合较高风险等级和准入要求的产品或服务的标准的,无需额外准入程序即可开通较低准入要求的产品或服务。目前,各业务的准入标准的设置多围绕资产规模和投资经历两方面,某业务准入要求较低既包括准入标准较少的情形(如仅设置资产规模的要求,而不设置投资经历的要求),也包括准入标准较低的情形(如同时设置资产规模、投资经历的要求,但资产规模要求或投资经历时长要求较低)^①。

(2) 横向互认。在不同的经营机构之间(如不同证券公司之间、证券公司与期货公司之间等)、不同的市场之间(如股票市场与期货市场)建立不同准入标准的互认机制,能够购买较高准入要求的产品或服务的投资者如欲购买较低准入要求的产品或服务时,无需履行额外的准入程序。如因涉及不同的监管体系,直接横向互认存在障碍的话,亦可考虑通过互认程序简化准入工作,为投资者与经营机构提供便利。目前不同监管体系间不同产品或业务的准入标准构成要件存在差异,如需切实发挥横向互认机制的作用,需要在跨市场、跨品种的适当性法规制度层面对各投资品种、业务的风险等级、准入标准进行统一、明确。

需要注意的是,基于保护投资者、控制风险等方面考虑,在互认机制的推进过程

^① 以股票市场为例,科创板、退市整理期股票、北交所股票对自然人投资者在资产方面的准入要求均为申请开通前20个交易日日均资产在人民币50万元以上(不含该投资者通过融资融券交易融入的证券和资金);在投资经验方面均要求参与证券交易24个月以上。在开通科创板权限后,如投资者确有需求,那么其无需履行额外的准入程序即可获得准入要求不高于科创板的退市整理期股票、北交所股票的交易权限。此外,港股通在资产方面的准入要求与科创板一致,但港股通无投资经验方面的要求,因此港股通的准入要求低于科创板;创业板在资产方面的准入要求为申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币10万元(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券),在投资经验方面要求参与证券交易24个月以上,其准入要求中的资产要求(10万元)低于科创板的准入要求(50万元)。因此,港股通、创业板的准入要求均低于科创板,已开通科创板权限的投资者如有需求,亦无需履行额外的准入程序即可获得港股通、创业板的交易权限。

中需注意如下问题:①互认机制并不免除必要的风险揭示,经营机构在展业过程中仍需依据相关法律法规,针对特定业务或投资品种进行充分的风险揭示。此外,为避免引导投资者过度交易,放大投资者风险,建议由投资者自主决定是否通过互认机制取得其主动进行投资者准入的投资品种或业务以外的其他投资品种或业务的权限,而非默认给投资者开通相关权限。②投资者的资产、现金流、风险承受能力等情况是动态变化的,在投资过程中发生历史信息与投资者真实情况不一致的可能性较大,建议不同投资品种及业务间准入标准的互认设置一定的期限限制,动态评估投资者的风险承受能力。③建议遵循循序渐进的原则,在满足相关前提条件的基础上,可考虑从专业投资者开始,逐步推进互认机制。此外,建议可择优选择部分实力雄厚、内控机制健全、风险承受能力较强的机构投资者先行先试,稳步推进。

3. 加强经营机构间的沟通交流,推广优秀的行业实践经验

随着数字化、智能化技术的迅速发展,各经营机构不断利用新技术加强对适当性匹配及员工展业的精细化管理,积极运用金融科技控制职业风险。各经营机构应加强沟通交流,推广优秀的行业实践经验,共同推进金融市场的健康发展。

国泰君安长期以来保持高强度的科技投入,不断加强系统建设,积极运用技术手段提高管理水平,积累了一些有益的实践经验。如引入企业微信平台,引导员工通过企业微信与客户交流,通过设置敏感词词库、对金融产品宣传推介材料进行路径控制、提供合规监测平台等技术手段,实现对员工展业行为的事前、事中、事后的全流程管控,降低职业风险。此外,国泰君安通过“百事通”平台的建设,加强金融科技的应用,提示员工、客户及时进行回访、重新测评等,实现对投资者适当性匹配的精细化管理。

在服务专业投资者,更大限度发挥专业投资者作用方面,国泰君安建立了专门的服务平台,针对产品投资者,设立以管理人为维度的材料管理体系,对于同一管理人发行的产品,在为其办理相关业务时,复用其中部分材料,避免管理人重复提供材料;针对专业投资者,优化了部分业务的办理流程,同时,考虑到专业投资者自身的专业能力,在相关法律法规未有禁止性规定的前提下,对部分业务办理步骤进行豁免。

4. 建立行业信息共享机制

由于经营机构自身具有一定的局限性,存在全面了解投资者信息的手段有限、无法有效核实投资者信息真实性等方面的问题。建议在主管机关或者行业协会的指导下,建立行业信息共享机制,推动各市场主体将投资者相关信息进行共享,以便经营机构落实核查义务,提升核查效率。

目前,经营机构可通过中登查询客户首次购买产品的时间,参考这一做法,建议如客户已在某家证券公司认定为合格投资者,则其他证券公司可直接通过信息共享机制获取该客户的合格投资者标签,避免客户重复进行合格投资者认定。此外,随着信息共享实践的推进,可考虑逐步将客户资产规模、不同标的的投资经验等其他更多信息纳入信息共享机制的范围。

为鼓励经营机构参与行业信息共享,建议可考虑将该事项纳入对行业机构的考核评价体系,奖励优秀行业实践,形成带头示范效应,实现行业信息共享机制的良性循环。投资者信息保护方面,各机构仅能基于落实法定核查义务相关的业务需求查询相关信息,不得将获取的信息用于其他用途。

(三) 投资者适当性教育需要更负责任的经营机构、更广的受众、植入深入人心的投资理念

就近年来各地频发的适当性争议而言,其中大部分投资者损失确由于经营机构人员出于主观恶意或管理疏忽而未能依法依规行适当性义务所导致,另有少量属于投资者自身金融知识欠缺、风险意识不强或主观刻意隐瞒导致。尽管适当性管理以经营机构为主要义务主体,但就适当性管理体系完善之宏观目的而言,仍应从经营机构和投资者两大主体同时着力。一方面,监管机构应要求并督促经营机构不断提升自身法律合规意识,加强员工管理和制度建设,确保业务开展过程中合法合规履行适当性义务;另一方面,应同步加强投资者教育工作,促使投资者自身加强投资风险意识,从源头降低风险和纠纷发生的可能性。

1. 赏罚分明,鼓励经营机构积极履行社会责任

建议监管机构和金融行业自律组织进一步激发经营机构进行投资者教育的积极性,采取正向激励措施,鼓励各经营机构通过从普及金融知识、展示典型案例、强化合规宣导、细化风险提示、积极回应投资者疑问等多方面入手,提升投资者金融知识和风险意识,积极发挥经营机构对普通投资者的教育引导作用。

目前一些经营机构开展投资者教育的目的并不纯粹,所谓“投教”都是为其营销目的服务的“幌子”。监管机构应赏罚分明,对投资者教育和营销活动的边界进行进一步明确,对积极履行投资者教育并取得实效的经营机构进行奖励,同时对借着投资者教育名义实则违规宣传营销的行为予以打击。

2. 扩大受众,投资者教育需要“引流”

投资者适当性教育的受众面需要进一步扩大。建议监管机构和金融行业自律组

织通过打造有影响力的公域自媒体、在传统和新兴媒体发布公益广告或投资者教育类短视频、将金融消费者的权益保护与传统的“3·15”活动进一步融合等形式,扩大投资者适当性教育的受众面。

监管机构和金融行业自律组织也可通过各经营机构进行积极推广和宣导,而经营机构自制的优质投教内容也可以为经营机构带来迫切需要的正面流量。而更关键的是,更广的受众面有利于让更多普通投资者学会如何识别、判断并主动远离非法证券活动,避免上当受骗。

3. 高扬大旗,植入深入人心的投资理念

在投资者适当性教育的内容输出方面,需要培养普通投资者特别是个人投资者的正确投资理念与理性投资方式,让“长期价值投资”和“买者自负”的投资理念深入人心。

作为专业机构投资者的经营机构,首先自身需要理性投资,其次应积极引导普通投资者树立正确的投资理念,增强风险识别能力,认清“投资”与“投机”的区别,捋清“风险”和“收益”的关系,认识到长期价值投资的优势,并以此为前提强化“买者自负”的理念贯彻。此举一方面可促使投资者诚信提供自身信息、审慎评估自身风险承受能力,另一方面可促使投资者了解、积累更多金融知识和产品信息,在提供自身信息以及对自身风险承受能力进行评估时更加理性、客观、准确,最大程度达到信息匹配效果,以达成适当性管理的最终目的。

(四) 完善司法对投资者适当性的保障作用

1. 建议各地裁判机构进一步统一审判尺度,促进适当性争议妥善解决

鉴于各裁判机构对适当性争议中的诸多争议焦点问题仍然存在理解及裁判方面的差异,实践中适当性相关纠纷裁判结果相差较大,必然导致经营机构无法准确把握适当性义务履行的合理程度,经营机构不知如何履行义务方可为司法裁判所认可,投资者亦不知如何有效维护自身权益。为此,有必要呼吁各地裁判机构尽可能统一裁判思路,对适当性争议中的常见问题统一审查标准,以便经营机构和投资者均可了解适当性义务履行过程中自身行为的后果,及时予以纠正和完善,从根本上减少纷争。

2. 应当进一步厘清投资者与经营机构在适当性管理过程中各自权利义务及责任边界,达到有效平衡

在适当性管理过程中,投资者和经营机构各自享受自身权利,履行自身义务,并

承担相关的责任或后果。基于立法的倾向性保护,经营机构在这一过程中承担主要的信息搜集、评估和匹配工作,履行适当性管理义务,投资者则承担相对有限的义务和责任,但并非只享有权利而不承担义务。如何将各项权利义务在投资者和经营机构之间进行合理分配很大程度上将决定适当性管理工作的有效性和公正性,并决定“卖者尽责、买者自负”的目标可否真正落实。对此,应结合适当性管理的逻辑原理、立法对投资者的保护理念及实践中各方对各项义务的执行能力等多方面对该问题进行综合评估及讨论。

第一,在经营机构权利义务方面,应敦促经营机构严格履行自身适当性管理义务。相应地,经营机构也应当在这一过程中承担主要的信息搜集、评估、匹配等义务。要求经营机构在适当性管理范畴内享有较少权利、承担较多义务无可厚非;如经营机构因故意或过失未能履行相关义务的,自应当承担不利后果及赔偿责任,这也是实现适当性管理制度目的的应有之义。

但是,即便是处于强势地位的经营机构,本身也是商业机构的主体身份,并不具备对投资者信息进行全面核验和审查以判断该等信息是否真实、准确的技术条件和能力;即使是金融产品相关信息,囿于法律关系限制、发行人诚信情况等客观因素,经营机构也未必能在任何情况下均全面了解产品的细节情况。因此,对于经营机构因客观原因而无法予以确认或核验的事项,不宜因该等事项或信息最终被证明为不真实、不准确或不完整而要求经营机构承担不利后果,以免导致对投资者的过度保护,反而失去适当性制度之设置初衷。

第二,在投资者权利义务方面,应在注重投资者权益保护的同时达到制度设计及履行中的有效平衡。立法更多赋予投资者各项保护措施,但并不意味着投资者可基于投资目的之主观意愿而在自身信息提供方面免于承担责任。因经营机构客观上较难对投资者所提供信息的真实性、准确性进行核验,该部分义务及其不利后果应由投资者承担,即:投资者应对因自身原因(不论是否存在主观故意)而提供的不真实、不准确或不完整的信息承担不利后果,并对基于自身明确的主观意愿而作出的决定(如经营机构履行告知说明义务后仍然坚持购买金融产品或服务)所产生的后果自行承担,以体现“卖者尽责”后“买者自负”的逻辑关联性。

3. 建议大力促进多元化纠纷解决机制在适当性争议中的运用

实践中,部分投资者单纯以适当性为由主张权利,亦有大量投资者将适当性问题与金融产品运作或金融服务提供过程中经营机构其他义务履行情况综合考量后一并

提出损害赔偿主张。为促进适当性相关争议高效、妥善得到解决,建议推进多元化纠纷解决机制在该类争议中的运用,具体理由如下:

首先,理论界对违反适当性义务民事责任的法律性质存在“合同责任说”和“侵权责任说”两大观点,如为后者,则应仅以法院为适当性争议管辖机构;如为前者,则仲裁等非诉讼纠纷解决方式存在适用可能性。就此而言,各方约定诉讼之外的纠纷解决方式并非毫无依据,亦不违背当事人主观意愿。

其次,选择诉讼之外的纠纷解决方式一定程度上有利于整体纠纷的统一、高效解决。适当性管理与其后的金融产品运作、金融服务质量等事项紧密关联,而鉴于金融纠纷自身的专业性、保密需求等因素,业内大量经营机构在其业务协议的争议解决条款中选择仲裁作为纠纷解决方式。如适当性问题无法通过仲裁解决,一方面必将导致投资者为同一产品纠纷而分别诉诸法院和仲裁机构,造成司法资源浪费;另一方面也较易导致法院与仲裁机构在部分案件事实认定方面的矛盾、在最终裁判结果上的重叠及双重受偿等,增加案件审判实质不公的风险。相反,如允许当事人通过协议约定的方式明确适当性争议管辖事宜,则有利于通过一次审判将案涉产品所有争议整体处理,既可提升纠纷解决效率,降低法院案件压力,又可避免不同裁判机构认定不同,最大程度保障裁判认定事实的唯一性和准确性。

最后,随着资本市场的不断发展,境外成熟市场大多建立了创新性纠纷解决机制以期解决日益复杂的金融产品及服务带来的频发纠纷,具有一定的借鉴意义。如美国金融业监管局设有专门的“纠纷解决机制”,以仲裁和调解的方式解决行业内各种纠纷,英国金融服务管理局成立了专门的金融行业纠纷解决机构——具有法人组织性质的金融申诉专员中心,并设立了金融申诉专员有限公司以专门解决行业纠纷等,该等多元化纠纷解决机制有效减轻了司法机关的诉讼压力并在一定程度上提高了纠纷解决的效率。

在具体操作方面,一方面,建议允许或鼓励当事人自行约定适当性事宜的争议解决方式并认可其效力,允许当事人在金融业务办理过程中的各类协议、申请文件、承诺函、风险揭示书等法律文件中自行约定仲裁等多元化纠纷解决方式对适当性事宜予以处理,并认可该等约定的法律效力,避免因管辖事宜造成纠纷处理拖延;另一方面,建议鼓励将调解机制等创新性纠纷解决机制纳入适当性纠纷处理体系,作为诉讼和仲裁方式的有益补充,给投资者更多维权路径,也便于提高纠纷处理效率,降低当事人诉讼或仲裁的时间、金钱成本。

四、结 语

随着资本市场的不断发展,众多跨市场、跨品种、结构复杂的创新性金融产品不断涌现,导致投资者较难合理识别、判断各类金融产品的相应风险,可能造成较大的损失。为保护投资者利益,世界各国相继推行投资者适当性管理制度。对我国而言,资本市场建设虽然在不断完善中,但我国资本市场的个人投资者众多、风险识别和承受能力参差不齐,金融产品销售主体的不当销售、虚假宣传等乱象也屡禁不止,如何通过进一步优化完善投资者适当性管理制度,更好地通过投资者适当性制度规制资本市场参与者的行为,值得理论界和实务界进行思考。