

专题论坛三:中介机构投资者适当性管理

证券公司投资者适当性管理的实践与思考

王新宇*

各位领导、各位嘉宾、何总好,大家下午好!非常感谢我们中国证券业协会举办这一场中小投资者服务论坛活动,使我们能够有幸聚集到一起,共同探讨中小投资者的服务方面的经验,也使我们能够向大家多学习。

今天和大家分享的题目是“证券公司投资者适当性管理的实践与思考”,投资者适当性管理应该是刚才各位领导都介绍了,是国际成熟资本市场中普遍采用的一个保护投资者权益的重要措施。

在我国,《证券期货投资者适当性管理办法》(以下简称《管理办法》)的颁布实施,标志着我国证券市场也进入一个全新的时代。经过两年对投资者适当性管理制度和实践的摸索,我们对适当性管理有了一个更深的理解,也形成了一定的管理模式。

当然,在工作中我们也存在一些困惑,也遇到不少问题,下面主要是从三个方面来阐述投资者适当性管理工作中的实践和思考。

第一方面,对投资者适当性管理的一个认识。

随着金融产品和服务的日趋复杂,经营机构和投资者之间,由于信息不对称所造成的问题日益严重,投资者对于专业性、复杂性和风险越来越高的金融产品难以做到科学有效的评估,从而更加有赖于金融机构的推荐、说明和提示,才能够更有效地进行金融投资。这也导致了投资者,尤其是中小投资者利益容易受到损害,对整个市场

* 国泰君安证券零售业务部总经理。

的稳定发展也带来了巨大的隐患。《管理办法》就是在这个背景下应运而生,从2017年7月1日正式实施以来,可以说在整个证券、期货、基金行业,已经建立了一整套的适用于投资者适当性管理的规则。

那么根据《管理办法》,证券经营机构也被赋予了全面的投资者适当性管理的义务。一是我们要了解投资者,并对其进行分类。二是我们要了解产品和服务,并进行风险等级的评价。三是对投资者和产品进行匹配,将适当的产品销售给适当的投资者。四是我们要履行告知义务,充分地进行风险提示,并进行留痕。

第二方面,公司的实践。

公司经过两年多的实践和探索,在投资者适当性管理方面也形成了自己的特色,建立了较顺畅的决策机制,形成了较完备的制度和控制流程,也配置了较强的人员队伍,采取了较严格的信息系统控制,高度重视我们从业人员的培训和投资者教育等。

第一,主要是一个决策和协作机制。一是由公司分管零售业务的副总裁、合规总监和总部各部门负责人,组成一个投资者适当性管理领导小组,审定了公司投资者适当性管理的工作战略和长期规划。二是由各总部的相关人员,形成了一个投资者适当性管理执行小组,其主要负责审视我们整个适当性管理的相关制度、流程、系统控制、系统构架等。三是协同总部相关业务部门,各分公司营业部,按照总分一线合规风控体系,在公司内依据行之有效的管理逻辑,来落实对投资者的适当性管理。这是第一个方面,决策机制方面。

第二,制度体系方面,主要是分为四个层面:一是公司制定了《投资者适当性管理办法》,该办法对适当性总体管理要求、流程的安排、系统的控制、人员的配置、培训、检查以及考核机制等都作了一个明确的规范,统一了一个标准的各个方面的配套附件。二是各业务的《适当性管理实施细则》,是严格按照《管理办法》的规定,再结合具体业务的投资者分类标准、准入标准、特殊流程等进行补充和完善。三是制定了适当性管理的标准化流程,公司营运中心根据不同的业务场景,制定了一个标准化的流程,以约束适当性管理的具体操作。四是公司同时以指导意见的方式,对部分变化较快的、无法用制度固定下来的相关要求进行了约束。

第三,在人员岗位配置上,公司总部各相关部门均配备了合适的适当性管理人员,专职负责本部门的适当性管理工作。同时,分公司和营业部也配备了专属人员开展适当性管理工作。公司依托高效的一线合规风控管理体系,不断增强总部与分支机构适当性管理人员的承接和衔接,有效推动公司适当性管理工作的落实。

第四,在标准化流程指导方面,主要是由营运中心制定标准化的流程,从具体的操作步骤上,指导分支机构的人员进行各项业务办理环节的适当性管理。

第五,在系统控制方面,公司主要是通过我们的账户体系“君弘百事通”,三端一微的客户端体系,包括我们适当性管理系统,这几大系统从线上和线下对适当性管理做到事前、事中、事后各个环节的控制。账户系统,主要是对各项业务办理过程中的投资者适当性管理进行一个前端的控制。那么“君弘百事通”和三端一微平台,可以对员工向客户提供相关服务,并在服务过程中对是否符合适当性管理要求进行系统的一个辨别。适当性管理系统则承载着我们整个投资者适当性信息数据库的功能,起到一个数据支持的作用。

第六,在人员培训和投资者教育方面,公司每年对分支机构相关岗位人员开展现场的适当性管理培训,同时不定期开展诸多视频培训、非现场的培训,包括通过我们的金融学院、E-learning 网上学习平台,发布我们的培训课程,要求总部和分支机构相关岗位人员,限期完成相关的学习和测试。同时,各分支机构在总部培训的材料基础之上,也展开不定期的培训,不断地推进以适当性为主题的投资者教育宣传活动。此外,还邀请总部相关管理和业务部门的专业老师为投资者授课,通过各项投资者教育活动,有效地提升了我们投资者的适当性管理意识。

在重点环节的把握方面,公司主要是开展投资者分类、了解客户、适当性管理等各个环节,严格按照监管的要求进行。

第一,就是要了解我们的客户。客户基本信息的维度包括《管理办法》中的全部内容,同时我们也基于反洗钱的考量增加了对客户信息采集相关要求。公司在了解客户的方式和渠道上做了全面的把握,每一次我们与客户相接触的情景,都通过系统对客户的适当性信息是否完善,是否已经失效,是否需要补充和更新进行判断。例如,客户在现场或者是在线下办理业务的过程中,和购买产品的过程中,系统将自动校验我们客户适当性信息的完整性、风险等级评定有效性,包括身份证信息的有效性等,确保信息能够完整、准确,并且是在有效期内。客户非交易时间登录我们所有的交易终端,系统也对风险测评已经过期的客户强制启动重新测试的流程。

第二,是适当性的匹配。公司对客户与产品和服务适当性匹配提出要求。首先,在总的《投资者适当性管理办法》中明确了客户风险承受的能力等级和产品服务的风险等级要相适应,同时,对我们的投资品种、投资期限以及最大可承受的亏损,这三个要素一一匹配的规则,也做了一个详尽的规定和说明,并且在实际工作中严格执行。

第三,我们的双录。双录是适当性管理过程中,向客户做好充分风险揭示和客户确认的有效留痕手段,在保证风险揭示有效性的基础之上,我们也考虑了客户的体验感和工作流程的效率,除传统的人工双录外,公司还引入了VTM机(Video Teller Machine,虚拟柜员机,简称VTM机),让客户在VTM机上进行双录留痕。

第四,对证券公司投资者适当性管理一些探索性的思考。

一是体系问题。在证券市场中,除中国证监会的一些管理办法,协会的指引以及交易所的管理办法外,几乎每一项产品和服务都有一个《适当性管理实施细则》,且存在不同的投资者分类标准。在一些新规中,除规范我们的适当性管理标准外,贵金属也专门有其专门投资者的评判标准,债券市场也有合格投资者的标准,购买产品的时候也有不同的标准,股转市场也有合格投资者的标准。这些标准和我们证监会新规专业投资者的评估标准存在一个较大的重合度,但是一些细节上又略微有一些差别。本文建议在合理的范围之内,尽可能简化我们的制度体系,减少多重客户的分类,使我们把适当性管理工作能够贯彻落实得更好。

二是风险测评执行标准方面。协会发布的业务指引中有一套客户的风险测评问卷,但事实上各家券商最终使用问卷的这个版本并不是很统一,评估的标准也存在一定的差异。这就导致客户在不同的券商之间所得到的风险承受能力的结果是不一样的,这个也是希望能够尽可能地更好规范。

三是在了解客户过程中,客户信息的获取问题。了解客户是投资者适当性管理的第一步,也是非常关键的一步,这个是我们整个履行适当性管理的一个基础。了解客户的诚信状况的要求,实际上给我们带来较大的挑战。因为目前证券公司所能快速查询到客户的失信行为,也只是限于“两融”的一个“黑名单”。其他包括我们监管机关、自律组织的处罚措施,分别记录于中国证监会、中国证券业协会和交易所的网站上,这都需要证券公司自行登录来单独查询。本文建议证券行业能够建立客户诚信信息数据库,在行业中能够制定出失信评估的一个标准,这样各个券商就可以将达到该标准的客户信息录入数据库中,形成相关的一个行业共享的信息。

四是主动推介的一个边界问题。证券公司作为市场的参与主体,生存和盈利是它的一个首要的目标,因此,对产品和业务的营销也应当是正常的市场上行为。监管制度规范中提及的主动推介,目前缺少明晰的定义,各家券商把握的尺度不一。因此,建议对主动推介的边界,监管能够更进一步进行明确,让证券公司对产品和服务能够更好地合规营销,能够服务我们的广大客户。

总的来说,投资者适当性管理已成为保护投资者合法利益,维护证券市场稳定发展的一个重要基石。国泰君安证券将继续做好这项工作,将把我们金融报国的理念,以客户为中心的理念,融入投资者适当性管理工作过程中,服务好中小投资者,为整个金融体系的建设发展做更大的贡献。谢谢大家!

着眼长期 向客户正确传导价值观 做好适当性管理

李 鹏*

感谢大会的邀请,非常荣幸能够在此与大家分享,作为“信义义务”践行者的公募基金,在适当性管理方面一些经验与思考。

题目讲了两个维度:一是讲要着眼长期,这是时间维度;二是向客户正确传导价值观,没有仅将适当性的对象指向投资者,将适当性管理的范围作了拓展。

从这两个维度来讨论基金行业的适当性管理问题,主要基于以下情况。一是基金行业是金融业适当性管理的先行者,从实践经验上来看有所积累,也有许多的反思,未来面临很多变革与挑战。二是基金公司只是基金行业适当性管理中的一环,要与各类合作伙伴共同努力,去构筑适当性管理的良好生态体系,这其中主要包括对基金行业非常重要的渠道中介、服务机构等。“一个兄弟三个帮”,更要众人拾柴才能令基金行业的火焰高,令基金行业的适当性管理够专业、有温度,真正令大众受益。

一、公募基金行业率先建立了适当性管理体系

中国基金业20年来始终坚持立法优先,在中国证监会领导下,围绕《证券投资基金法》出台了近百个规章、规范性文件,构建了一系列行业基础规范。2007年面对“奔腾”的市场和基金募集的持续火热,围绕保护投资者利益的核心,中国证监会适时推出了《证券投资基金销售适用性指导意见》《证券投资基金销售机构内部控制指导意见》,2008年还推出了《关于证券投资基金宣传推介材料监管事项的补充规定》等一系列文件。由此构成了由监管、行业自律和社会监督相辅相成,法制、规则和执业

* 汇添富基金督察长。

规范有机互补的体系,夯实了基金业适当性管理的基础,并一直延续至今而不断发展和完善。

自此,在基金募集及销售过程中,要了解客户,了解基金产品,了解基金公司,将做好风险类型的匹配作为业务开展的前提,成为基金行业的基本规范。适当性与基金业其他核心规则体系一道,在普及理财观念,培养风险收益意识,理解市场和资管产品净值波动现象等方面取得了令人瞩目的成效。可以非常自信地说,当今资管行业“了解你的客户”(Know-your-Customer, KYC)以及风险匹配等基本规范的形成,基金行业的早期实践意义重大。

二、公募基金行业适当性管理实践的几点总结

基金行业的适当性管理实践也并非一帆风顺,在适当性管理制度的落实和执行过程中也遇到了一些突出的问题需要研究和思考。

一是“买者自负”,如何引导投资者理性自主管理自身的适当性。这是一个长期的过程,因为从基本经济原理分析,投资者行为表现为理性是最优情况下的理想假设,我们不能将这一假设视为当然。因此,适当性管理之所以重要、必要,就是因为它是在理论与实践基础上形成的制度安排,能够在一定程度上帮助投资者“兴利驱弊”。但我们往往会面临“聪明的投资者”,只要资本市场能够在现象上创造足够高的回报,就会有投资者尝试能够获得收益的各种可能方式。而此时,市场中介机构的起码职责是,不要去加剧此等“非理性”并放大投资者的风险敞口。

二是“卖者尽责”,渠道与基金公司应将适当性管理高水平地融入业务管理体系。

如果说投资者理性是理想假设,那么应当被视为专业的中介机构的表现情况如何呢?坦率地说,“卖者有责”已经成为行业基因,但距离“尽责”还有差距,这也是一个长期的过程。一方面,适当性管理是有成本的,而投资者对渠道和基金公司的信赖度,或者说忠诚度是需要时间培育的,即适当性的管理成本对机构收益具有显著影响!特别是在当前互联网化业态发展趋势下,在视“便利性”“客户体验”为核心竞争力的商业环境中,如何既要审慎履责,又要让客户认同中介价值而培养忠诚度,是行业面临的一个管理挑战。另一方面,“市场永远是对的”,适当性管理需要中介机构要有足够的专业性予以识别、部署、实施,这已远远超出了法规所界定的基本职责范畴。比如,基金公司是否向市场提供了具有自身相对竞争优势的产品,渠道机构是否对基

金公司以及产品有专业判断与认知,以及是否以恰当的方式传递至投资者并能够识别“适当”的投资者配置到产品中来。因而做好适当性管理需要渠道与基金公司高水平的将适当性与自身专业能力相融合。

三是“没有最好只有更好”,争议解决机制需要不断完善。

适当性管理的完善是需要买者与卖者在实践中摸索前行的,但这一过程并不全是“美好”。“没有最好只有更好”适当性的表现形式与完善方式必然是动态的,而行业与投资者在目前的状态下却停留了相当久的时间,亟须破局。

目前关于适当性的争议问题,主要是机构获得客户关键信息的困难以及如何去证明自身履职尽责的问题,前面已经讨论很多,故不再重复展开。要指出的是,适当性的争议不仅仅是投诉甚至诉讼。这仅是争议的表现形式,更关键的争议是市场、资管行业是否为投资者创造了价值。在选择渠道以及产品的过程中,公募基金已不再是唯一的选项,面临严峻的挑战。在适当性的实现形式之外,如何去为投资者创造价值更应当是行业关注的核心!因为不围绕这一核心,行业就算完善了适当性管理的制度与工具体系,也将失去行业发展所依赖的根基。这更是一个长期过程,不会一蹴而就。

四是适当性理念可以自销售环节向资产管理全流程延伸。

在当前阶段,资管行业特别是公募基金行业提升和完善适当性管理能力,恰当时。“天下大势,分久必合,合久必分”是我国资管行业发展过程的真实写照,在“资管新规”的外部环境下,公募基金的发展正面临前所未有的巨大机遇。

一是在党中央、国务院的战略部署下,规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场将为资管行业,特别是公募基金进一步夯实基础资产质量。二是养老金制度体系的完善将促进投资者的理性化和长期化。三是对外开放的进一步深化将给予公募基金行业更大的舞台。四是科技和金融的深度融合进一步提升了行业服务投资者的能力。只有牢牢把握住这些趋势和机遇,真正将自身能力体系通过适当性管理体系向投资者有效延伸,才能在为投资者持续创造价值的基础上,巩固与发展行业的适当性管理水平,其方式是将适当性管理理念自销售环节向资产管理全流程延伸,将专业能力与服务能力相结合。

三、资管行业提升适当性管理水平的举措

面对挑战和机遇,基金行业应当如何完善适当性管理体系,夯实行业发展的根

基？我认为可以从以下两个方面着手。

一是立足本业，向客户正确传导价值观。资管行业既是资源配置的行业，也是管理风险的行业，通过判断和定价风险来进行资源配置，通过资源配置来分散风险。行业能否长期为客户创造价值，取决于能否真正归本溯源，遵守“受人之托，代人理财”的行业使命。

立足本业，既是回归行业初心和使命的客观要求，也是提升适当性管理能力与水平的出发点，能够将基金公司、渠道、服务机构、客户等各方利益有机结合。因而基金公司应当持续强化投资能力，持续强化风控能力，持续创新并完善产品线布局。以上即是基金公司以专业为依托，向市场传递其价值观、传递价值判断的举措，并据此来赢得客户信赖的基础，更是基金公司落实适当性管理的根基。过去 20 年基金行业的先进代表在此方面作出了许多有益的实践和探索。

要实现向客户传递价值观的目标，适当性管理就要体现在公司的经营理念中，反映在公司的发展战略中，落实在考核中，更要将之融入公司的文化。文化具有强大的力量，保护客户利益的适当性管理意识应成为公募基金企业文化重要的组成部分，将之与基金公司的价值观体系相融合，这包含了比合规风控更高的要求。适当性管理更是一门艺术，真正实现基金公司价值体系与客户需求与渠道延展能力的结合，为各方创造价值，需要平衡与创新发展的关系。

二是合作共赢，形成正确传导价值观的机制与体系。2018 年以来全球进入多变的格局，市场、机构、投资者所面临的不确定性都在增加。不确定性对适当性管理带来了很大影响。加强合作是面对挑战改善风险状况，同时把握难得发展机遇的必然选择。在适当性管理方面，需要通过监管层、行业协会、市场主体、第三方服务机构、投资者等多方的信任合作，共同打造规范、透明、健康的资管生态环境，才能进一步提升管理水平。

首先，持续完善符合中国国情和借鉴国际先进经验的适当性法规和规则体系，保持资管行业适当性管理的标准一致和有效执行实施，避免监管套利。

其次，基金公司与渠道、服务机构之间应加强信息共享，就提升适当性管理关键信息的整合，如客户风险偏好的评价模型、资产配置的分析体系、运用大数据及互联网和人工智能工具改善对客户的服务体系，以及加强金融创新产品等，充分发挥行业各自的竞争优势，共同参与到提升适当性管理水平，为客户创造价值的过程中。

最后，基金公司、渠道及服务机构与投资者之间也需要建立相互信任、相互促进

的长久发展机制,通过开展投资者教育,帮助客户更好地了解自己、了解产品,提升投资者对风险的识别能力,正确的传导价值观,用专业和诚信赢得投资者的信任,以共同提升适当性管理水平。

适当性管理制度的完善将长期在路上。我相信,随着我国经济迈向高质量增长,改革开放进一步深化,资本市场持续完善,基金行业将与其他资产管理行业一道,将适当性的完善与自身的发展相结合。汇添富基金将始终坚持“一切从长期出发”的经营理念 and “客户第一”的价值观,与在座各位领导、专家共同努力,为实现老百姓财富保值增值、推动资本市场和实体经济健康发展贡献力量,为上海国际金融中心建设和长三角区域一体化发展贡献力量。

谢谢大家!

中信期货适当性管理的实践与探索

陈黎明*

尊敬的各位领导、各位专家、各位同仁,大家下午好! 非常高兴能够参加这次论坛,我跟大家汇报和交流的题目是“中信期货适当性管理的实践与探索”。

首先是对期货公司适当性管理特点的一些看法,期货公司的业务类型相对比较复杂,诸如经纪业务,包括商品期货和金融期货、商品期权和股票期权,还有一些同时对境外客户开放的特定品种等。除经纪业务外,还有期货投资咨询业务、基金销售业务和资产管理业务,以及风险管理子公司的业务,而子公司业务中带有金融属性的业务也需要执行适当性管理,主要是合作套保业务和场外衍生品业务。

从期货公司要遵循的适当性管理的外部规定来看,我们看到有中国证监会、三个协会以及六大交易所的关于适当性的准入和适当性规范性要求。除这些专项规定外,还有一些特定业务的管理规定中,里面也包含了适当性的要求,如“资管新规”等。总体来看,期货公司整体的适当性管理的建设,比较复杂,无论是从业务范围全覆盖的角度来看,还是从它需要遵循的外部规定来看,期货公司整个适当性管理体系的顶层设计相对比较复杂。

从业务和产品分级的角度来看,期货公司的期货、衍生品以及期货资管等业务产

* 中信期货合规稽核部负责人。

品因高杠杆、结构复杂等特性,风险等级主要集中在 R3、R4 和 R5 这几个层级,风险等级整体偏高。从客户方面来看,期货公司的客户群体相对小众,客户总体的数量不大。但是,因为期货公司的服务、产品相对来说风险都比较高,所以我们认为,对客户的适当性风险认知、风险偏好和风险承受能力的准确评估、切实做好适当性管理就显得特别重要。

所以,中信期货建立了一个系统的、立足长远的、动态优化的适当性管理体系,包括一套制度规程,一项基本制度加上一系列的规则与程序;包括一套技术系统以及员工培训和投资者教育系统。

在这个管理体系的建立之初,以及后面的持续完善过程当中,有两个方面的实践探索与大家交流:一个是投资者风险承受能力等级的评估判断方面;另一个是金融科技的运用方面。

首先,对于投资者风险承受能力等级的评估与判断,准确性非常重要,我们做了一些特殊安排,如统一客户号的设计,一个客户到我们这里来,无论他是做某一项或者某几项业务,都只有一个唯一的客户号。我们的适当性等级评估是建立在这个客户号的基础上,我们不仅实现了不同业务的客户风险等级的唯一性,也实现了母子公司的客户风险等级唯一性。这样的唯一性其实要表达的是,客户风险等级的评估是针对客户而不是针对某一业务的,评估结果的应用也是面向该客户的全部业务而不是某项业务,这样的设计,对于客户风险等级的初始评估以及后继持续的客户风险等级调整的准确有效性,有非常重要的意义。所以我们在问卷设计之初,考虑了将统一客户号、统一的客户风险等级作为设计出发点。

除统一客户号的安排外,我们很重视对风险测评问卷回答的真实性的关注,因为真实性直接影响评估结果的有效性,我们设计了一致性核查,比如,客户信息表中职业为退休或者学生的,问卷收入选择却比较高的;年龄小于 22 岁的,学历选择填写本科以及以上学历等,核查方式主要采用机器核查和人工核查相结合的方式。除了静态的真实性核查,我们还采用多种方式持续动态评估客户风险承受能力评估信息的变化,比如,一些客户多次评估,特别是当发现不能购买某个风险等级评估较高的产品时,可能会发起适当性评估重新测试,这个时候我们要关注同一客户多次评估,客观题选项是否前后一致,变化是否合理;再如,客户申请新的业务,如子公司场外衍生品业务,尽调中要求客户提供财务信息,这时候我们要关注与之前适当性问卷中的信息是否一致。又如,我们开展洗钱等合规调查时,也要检查客户适当性评估问卷的信

息。另外,客户在临柜办理业务的时候,我们也会视情况要求客户重新填写评估问卷。除此之外,我们有定期评估,前期启动开展了两年到期的重新评估。所有这些措施,我们都希望用来保障风险测评问卷评估的持续有效性。

另外,我们也以风险为导向,采取了一些严于监管的措施,比如,对于不满或超过一定年龄的自然人、在测试问卷中直接表达了不希望本金损失并且可承受损失在一定范围以内的自然人,这两类我们直接就定级为最低风险等级。我们还会在准入环节,加入一些个性化的准入条件。比如,对老年客户,我们在准入的环节就加了一些特别措施,以进一步保护老年投资者。

另一个交流的方面,是关于金融科技的运用,我们在金融科技运用方面,比较有特点的,一个是运用于客户分级与匹配方面,比如,客户分级时,在提交评估测试问卷后,系统除了能直接给出评级结果,如果客户的基本信息与评估问卷中的信息匹配后触及最低等级评级要求的,还能直接给出最低等级;如客户提供的信息前后存在矛盾时系统直接会预警提示;在适当性匹配判断方面,我们对私募基金和资管产品已经实现了系统自动控制对不匹配情况的直接拦截。另外,我们通过多套系统的改造,实现了同一客户在母子公司的适当性结果交互,实现了客户开展多业务时客户风险承受能力等级的唯一性。

在提升客户体验方面,我们也采用了一些金融科技方面的应用,比如,中信期货APP就是我们提供给客户的一个APP,客户能够在APP上面随时随地实现适当性管理评估。另外,为了加强客户身份识别,也为了方便客户,我们已经实现了人脸识别和指纹识别的登录功能。有关大数据的运用,我们也做了一些规划,我们打算使用大数据分析方法来开展历史存量客户的持续评估,包括对客户交易行为的自动化分析,如分析客户盈亏情况,通过对客户交易行为与交易信息分析挖掘客户对某类业务或产品的特殊偏好等,以评估确认其风险承受能力等级的有效性等,并进而作好客户风险提示。

中信期货在适当性管理体系的建设过程当中,投入了比较多的资源,也取得了一些明显的成效。我的汇报交流就到这里,谢谢大家!

投资者适当性义务与责任的要件

吴 弘*

我从法律上谈一下适当性义务和责任的问题,主要是基于目前在深化实践的过程中,适当性义务的制度在司法和执法上都有一些冲突和矛盾,需从法律上讨论如何解析这些问题。

适当性是金融机构所提供的金融产品或者服务在风险程度与投资者的财务状况、投资目标、风险程度水平、财务需求、自身经验相契合,适当的产品配置给适当的投资者,这就是适当性。适当性义务是金融机构落实适当性所应该做的工作,也是应坚持的原则。金融产品发行责任的八个字原则——卖者尽责、买者自负,适当性就是卖者尽责。

目前适当性主要的法律依据:法规很多但层级差不多都是规章层面的,刚才大家引用比较多的《证券期货投资者适当性管理办法》就是其中较重要的规范,涉及适当性的一些基本要求。“资管新规”看上去似乎是个规范性的文件,但是“资管新规”是中国共产党中央全面深化改革委员会通过的,这在制度建设上是比较特殊的,这个文件里对适当性义务也有一些解释和要求。

之所以最近对适当性议论比较多,就是因为第九届全国法院民商事审判工作会议的纪要(以下简称“九民纪要”),这个纪要征求意见时间已经过了但还未最终出台。纪要当中对适当性义务作了非常新颖的规定,有人讲其可谓出台的最严格的金融产品销售规则,所以引起了大家的争论。

一、适当性义务的内涵及其要件

要讲的第一个问题是适当性义务的内涵,我把它概括为三个要件。

第一个要件就是“了解你的客户”。这个要件的实施主体当然是金融机构和金融机构的从业人员,但是现行规范性文件里的表述是多样的,有表述为金融机构的,有表述为经营机构的,还有表述为卖方机构的,这指的就是实施适当性义务的机构,这

* 华东政法大学教授、博士研究生导师,上海市法学会金融法研究会会长。

个义务就是由金融机构来实施的。

适当性义务实施的对象也就是保护的主体是谁,也有几种表述,有表述为客户的,有表述为投资者的,还有表述为金融消费者的,这里面有一些矛盾,因为投资者与金融消费者不同。目前在中国法规里出现的投资者有两种分法:一种是合格投资者和公众投资者,另一种是专业投资者和普通投资者,通常公众投资者或普通投资者才被称为金融消费者。

实际上“了解你的客户”分两步,第一步也就是第一道关,就是识别出公众投资者或普通投资者,排除其购买有风险的金融产品,这一道关不是真正的适当性义务,而是投资者准入,或适当性准入,在准入之前其是一般投资者,进入以后就是合格投资者或专业投资者了。关于准入标准,“资管新规”的准入和集合信托计划的准入是不一样的,包括科创板的准入、融资融券的准入、创业板的准入也都是不一样的。专业投资者有机构和非机构的区分,划分标准也不同。所以公众投资者或普通投资者、或称金融消费者不真正适用适当性义务,而受准入制度保护。

第二步才是了解合格投资者或专业投资者的各种具体信息,特别是风险承受级别,以便配置相应产品。关于需了解的信息,国外立法例很多,如美国“私募 506 规则”、美国“场外市场自律组织 2090 规则”里都有需要了解投资者资质、相关信息的要求。日本的《金融商品交易法》《商品交易法》也都有关于这方面的规定。我国《证券投资基金法》《证券期货投资者适当性管理办法》以及信托、期货等监管规则里,对应该了解投资者信息以及应该了解什么信息,都作了详尽的规定。

第二个要件是了解产品。也就是金融机构应该全面了解其所发行或者销售的产品类型、特性和状况,评估产品的风险和收益。

美国场外市场自律组织对了解产品哪些内容有严格的规定,即有哪些内容是必须要了解的。我国的法规、规章、规范性文件也规定了金融机构应该了解的客户信息的内容范围,如《证券期货投资者适当性管理办法》第 15 条、第 16 条、第 17 条就涉及了解产品的具体内容。

第三个要件是风险匹配和风险告知。相应包含三个步骤:风险匹配、风险揭示、合理推荐。

一是风险匹配,比较好理解,在了解了客户、了解了产品以后,把不同风险的产品配置给不同风险承受能力的投资者,就是风险匹配。

二是风险揭示,就是在风险匹配后将产品风险与匹配情况充分向投资者披露,以

便投资者作出判断。风险揭示不能简单称为如实告知,如实告知通常又称信息披露义务,是金融产品发行销售阶段的另外一项基本义务,信息披露涉及内容很多,不仅仅是适当性义务中风险揭示的内容,还包括一些非风险的信息内容告知、免责条款和技术概念的解释,根据我国《合同法》规定,告知义务有提示义务和说明义务,提示义务是主动义务,说明解释义务是被动义务,这些都不能用适当性义务替代。“九民纪要”里规定风险揭示或如实告知时,提出了信息揭示的标准问题,就是所谓客观标准和主观标准,一般人能够理解的是客观标准,合格投资者能够理解的就是主观标准,实际是共性和个性的结合,这个要求是比较高,判断也比较难。

三是合理推介,就是适度的推介。主动推介要掌握程度,防止过度推介。境内境外规定很多,不了解客户就不卖产品,不讲清楚风险就不卖产品。我国的“资管新规”以及“九民纪要”里也都作了规定。这还涉及逾越销售问题,即经风险评估,投资者的风险承受能力相对较低,但投资者仍然要求购买风险级别相对较高的金融产品,这就是风险不匹配情况下的逾越销售,需要进行特别警示,如果投资者坚持购买的,可以提供,但强调适当性义务留痕(证据保存)要更详细。若属现有规范禁止销售的情况则不得销售。

前面都是卖者尽责,接着就是买者自负,投资决策还是要投资者自己做,后果也要自担。

二、违反适当性义务的民事责任及其要件

现行规范里对违反适当性义务的民事责任都作了规定,特别是“九民纪要”的规定比较严厉。

1. 首先要明确适当性义务的法律性质

适当性义务是在合同订立阶段、金融机构销售产品阶段的义务,是一个先合同义务。现在有不同的看法,甚至有人把适当性义务认定为合同履行阶段义务。我们认为适当性义务不是管理人在管理过程中的义务,产品销售阶段金融机构还不是管理人,只是一个发行人、销售人,这才有适当性义务。如果产品已经卖出去了,机构与投资者之间的资产管理合同关系已经建立了,那就成为管理人,就要承担谨慎管理的信义义务,那也不是适当性义务。

先合同义务违反以后,要承担什么责任,责任方式哪些,我国合同法都有规定。

一般来讲,违反先合同义务的民事责任,是缔约过失责任。不是侵权责任,也不是违约责任。

违反适当性义务的后果,应该是两种情况:一种是导致合同不能成立,使投资者丧失了一次投资的机会,主要是各种假借订立合同恶意磋商,延误当事人交易机会、错失行情,导致投资者丧失投资盈利机会的损失,或者浪费订约费用,投资者要求赔偿数量比较有限;另一种后果,虽有缔约过失但是合同仍成立了,合同成立后管理人将投资者的资金集中投出去以后,底层资产出了问题,造成投资资金无法返回更无收益,这时当事人诉求比较多元:有的以发行、销售人违反适当性义务为由要求认定合同无效或合同撤销、返还财产,有的则以管理人违约为由要求继续履行或赔偿全部本金收益损失。这样就超出缔约过失责任范围了。

2. 承担损失的要件

即缔约过失责任的要件。尽管它不是侵权责任,但构成要件与侵权责任非常接近。

首先是违反先合同义务,即金融产品的发行人、销售人违反了适当性义务。

其次是投资者的信赖利益遭受了损失,违反适当性义务损失的是信赖利益。投资者基于对发行、销售人的信任,如基于对代销银行的信任,相信如银行工作人员所述能盈利保安全,才购买某种金融产品的,这就是信赖利益。违反适当性义务使信赖利益受损,但不会导致履行利益损失;合同未正常履行造成的损失才是履行利益损失。

再次是违反适当性义务的一方,在主观上有过错,不是客观原因造成的。

最后是发行、销售人违反适当义务与投资者的损失之间有因果关系。

这四要件同时具备了,就应承担缔约过失责任。

3. 发行人和销售方连带责任问题

我们现在的资管产品、私募产品等,大多数都是由销售方销售的,即发行人委托银行或专业销售人销售产品。

传统上销售人违反适当性义务的就由销售人承担责任,但按照“九民纪要”,发行人和销售方人需承担连带责任;投资者在购买资管、私募产品的时候,销售机构没有尽到适当性义务,投资者可以找销售人承担责任、要求赔偿,也可以找发行人承担责任、要求赔偿,甚至可以要求销售人和发行人承担连带责任。

这是因为现在遇到具体问题,就是有一些金融机构的子公司或者非金融机构,即第三方机构成为销售人,尽管也有销售牌照,但因风控较差出了不少问题,最近所打击的非法集资不少出在销售端。到出问题的时候其已经承担不了缔约过失责任了,

所以为了便利案件的解决,要尽可能地把发行人拖进来承担连带责任。但这样一来,作为发行人的金融机构的责任就过重了。

4. 缔约过失责任的承担方式主要是赔偿损失

赔偿损失的范围有直接损失和间接损失之分,直接损失就是财产的直接减少,间接损失可能包括一些可得利益。“九民纪要”里不仅把利息损失计算进去,而允许将所谓预期收益作为计算利息损失的标准,大家对此意见比较大。

目前的私募产品销售合同都是中国证券投资基金业协会颁发的格式条款,而且明确写明:预期收益率不是利率,仅是收益比较的基准或者一个参考标准。当然,实践中有些产品就是按照预期收益率在支付定期定额报酬,使投资者产生了一种误解,认为这就是利息。

5. 欺诈加倍赔偿的问题

《消费者权益保护法》(以下简称《消法》)为加强对消费者保护,设有加倍赔偿责任制度,规定凡对消费者欺诈的经营者应对消费者进行3倍赔偿。“九民纪要”指出,如果合格投资人参与了相应的投资,再以销售过程中存在欺诈为由主张加3倍赔偿的,法院不予支持。法院这一做法比较合理客观。

违反适当性义务与欺诈之间还是有区别的。在销售阶段可能存在欺诈,欺诈是严重的违法,更严重一点可以构成诈骗罪。例如,《刑法》里涉及销售环节的欺诈犯罪有欺诈发行罪、集资诈骗罪,还有虚假证明罪等。违反适当性义务一般都不是欺诈,它只是没有如实地、详尽地告知,或风险揭示不准确,最严重的是风险不匹配,这都与欺诈有距离。

另外,《消法》保护的是金融消费者,如前所述,金融消费者属于弱势群体才需要有《消法》保护,合格投资者或专业投资者不属于消费者和弱势群体,那就不属于《消法》保护的范畴,也就不适用加倍赔偿责任。

6. 责任免除的问题

免除金融机构民事责任的原因,主要是损失由投资者这一方的问题造成的。因为适当性义务是由金融机构承担的,但也要有投资者配合。如果投资者没有提供真实情况,或随意填写,要由投资者负责。但是投资者提供的信息不准确,这时机构就可免责。因为投资者提供了不准确信息,导致金融机构配置风险不准确,可以免除责任。如果投资者继续以未尽适当性义务要求金融机构承担责任的,法院不予支持。