

中国证券业协会会长陈共炎:

# 证券公司投资者适当性制度指引近期将发布

□本报记者 蔡宗琦 钱杰

在日前举办的中德投资者适当性制度与实践研讨会上,中国证券业协会会长陈共炎透露,由协会有关专业委员会制定的《证券公司投资者适当性制度指引》将于近期发布实施。下一步协会将开展证券公司投资者适当性工作的调查研究,并支持证券公司自主建立全面评价投资者风险承受能力、产品风险及业务特征的评价机制,完善评价方法,鼓励证券公司在产品分类和适配上创新工作机制和方法。

陈共炎表示,我国证券市场存在以下特点:一是中小散户多,机构投资者少。截至今年10月底,个人A股账户数占到99.6%,持股市值仅占约26%。二是交易量多,长期投资少。证券市场约85%的交易量是由中小投资者贡献,平均持股周期达到半年的中小投资者不足15%。三是直接投资多,间接投资少。个人投资者直接投资于股票的比例偏高。这些特点表明,投资者适当性制度对我国资本市场的健康发展极其重要。但是,由于缺乏实践经验,个人投资者众多,加上客户配合证券公司适当性工作的意愿比较低,这些都客观上给证券公司投资者适当性工作带来一定的难度。当前,中国证券行业投资者适当性工作处在起步阶段,还存在以下问题:

一是制度规定多、实践经验少。目前,证券行业投资者适当性制度多,而且分散。自2003年证监会发布《证券公司客户资产管理业务试行办法》首次提出“了解客户”原则以来,目前共计有30多项行政法规、监管部门规章、规范性文件及自律规则涉及投资者适当性制度。

**【编者按】**中国证券业协会与德国国际合作机构(GIZ)近日在深圳共同举办中德投资者适当性制度与实践研讨会。来自监管机构、自律组织、沪深交易所、证券公司及投保基金等单位以及95家证券公司的200多名代表参加了研讨会。来自德国联邦金融监管局(Bafin)、德意志银行和欧洲可理解信息研究所的四位专家分别介绍了欧洲及德国适当性制度方面的最新进展,以及适当性管理方面的具体做法和案例。来自证监会、证券公司及证券公司的多位嘉宾介绍了我国投资者适当性制度现状,分析了证券公司在创新发展形势下开展适当性工作的重要性,并从不同角度对行业如何做好适当性工作提出了新思路。



中国证券业协会会长陈共炎发表演讲。

当性要求,分别针对资产管理、创业板、股指期货、融资融券、基金销售等业务或市场。同时,90%以上具有经纪业务资格的证券公司制定了内部适当性规定。这些制度规定是否合理,目前还缺乏实践检验,个别制度门槛设计过高已引起行业质疑。

二是被动执行多、主动探索少。证券公司在实施投资者适当性过程中,还较多地停留在被动满足各项监管及合规要求上,没有自觉将投资者适当性融入到提高客户服务质量和水平上。2009年以来,随着创业板、股指期货等新市场和新品种的推出,监管部门对投资者适当性提出了很多具体要求,主要是从投资者资产、经验等方面制定一

些准入条件,这些都是防范客户风险的最低要求。在向投资者提供适合其自身特点和需求的产品和服务方面,证券公司还缺乏主动探索。

三是产品销售环节要求多、持续跟踪服务少。当前,证券公司适当性工作普遍集中在对客户进行产品推荐的销售环节,而且是以达成产品销售为目的、一次性地对投资者适当性做出评估,后续跟踪服务明显不足。

这些问题表明我国证券行业投资者适当性工作还需要不断深化、完善。深化投资者适当性工作,对促进我国证券行业规范发展,具有极其重要的意义。第一,实施投资者适当性制度是促进证券行业创新发展的需

要。第二,是增强证券公司财富管理功能的需要。第三,是防范证券市场系统性风险的需要。第四,实施投资者适当性制度是保护投资者合法权益的需要。

投资者适当性制度事关投资者合法权益保护和证券公司核心竞争力的形成。证券公司应自觉、自愿、自主地推进投资者适当性工作,不仅把投资者适当性作为一项重要制度安排,而应当作证券公司应尽的义务和责任。关于证券行业进一步推进投资者适当性工作,陈共炎提出,一是要创新理念,二是要积极实践,三是要服务至上。

他表示,为继续推动证券行业深化投资者适当性工作,中国证券业协

会将做好以下几项工作:一是加强投资者适当性基础制度建设工作,重点完善私募市场投资者适当性制度建设,凝聚行业智慧、由协会有关专业委员会制定的《证券公司投资者适当性制度指引》将于近期发布实施;二是支持证券公司自主建立全面评价投资者风险承受能力、产品风险及业务特征的评价机制,完善评价方法,鼓励证券公司在产品分类和适配上创新工作机制和方法;三是开展证券公司投资者适当性工作的调查研究,及时了解证券公司投资者适当性实践情况,加强证券行业投资者适当性工作的交流,引导证券行业深化投资者适当性工作。

证监会国际合作部主任童道驰:

## 金融创新需要投资者适当性制度

□本报记者 蔡宗琦 钱杰

证监会国际合作部主任童道驰表示,金融创新需要投资者适当性制度。当前,支持、推动证券公司创新发展是证监会改革工作的重点。随着证券市场的发展,证券公司需要开发具

有前沿性的产品,以进一步拓展业务,而这些产品可能会有更高的风险。国际上的很多经验和教训值得学习和借鉴。在香港发生的雷曼迷你债事件、美国的次债危机,都说明当新的产品出现时,卖给什么样的投资群体会造成一定的困难和混乱。因此,

新的金融产品出现需要新的制度,以保护投资者合法权益。

他表示,投资者适当性制度是证券公司义不容辞的义务。随着证券公司的金融创新,新的金融产品将不断推出。这些新产品中,有些产品风险较高,有些产品风险较低。作为提供投资

服务的中介机构,证券公司的重要责任就是把适当的产品卖给适当的投资者。证券公司的合规部门,要把控什么样的产品能介绍给怎样的投资者。

此外,投资者适当性制度需要随着行业发展不断探讨。我国创业板、股指期货、融资融券等新市场、新产

品和新业务陆续实施了投资者适当性制度,但在制度设计的细节上又不同。比如,股指期货适当性制度就限制了投资者财富准入门槛,创业板适当性制度就没有此类要求。因此,是否建立统一的投资者适当性制度是值得探讨的问题。

## 吉乐:了解客户有利于改善券商市场营销

□本报记者 蔡宗琦 钱杰

德国国际合作机构金融改革项目主任吉乐表示,从2010年开始,德国政府和中国政府合作开展投资者保护项目。德国国际合作机构与中

国证券业协会紧密合作,开展了投资者保护的相关工作。中国市场目前有一亿五千万投资者,对于证券公司来说,了解客户、了解客户风险倾向、对客户进行分类是非常重要的工作。这些工作不仅仅是保护

大概在100年前,随着公司股东

数目不断上升,金融机构会为客户量身订做一些相关的金融产品。在德国,人们看到了在某个特定时期股票价格会大跌,股票投资是非常冒险的活动。由于股市不景气,德国投资者从1700万降到400万。因此,

金融机构或者股票发行商就开始考虑怎样保护投资者。因此,应该与客户更好地互相了解,并且不要把客户看作是负担,而应看作是机会,这样才可能为合适的客户找到合适的产品。

## 邢力红:券商创新须坚持投资者适当性制度

□本报记者 蔡宗琦 钱杰

证监会机构部副主任邢力红表示,证监会明确提出证券公司在创新中要坚持投资者适当性制度,日前印发了《关于证券公司报送创新业务产品方案有关问题的通知》,要求证券公司必须将客户适当性安排纳入创新方案。

邢力红表示,在我国推行证券公司适当性管理,尤其需要注意我国形

成了个人投资者为主的市场结构这样一个特点。经过近几年的持续努力,我国基本形成了适当性管理制度体系。但也应该看到,我国证券行业的适当性管理工作还存在制度体系比较粗放、规则的层级偏低,内容散见在相关的业务规则和市场规则中,缺乏系统性、行业认识亟待深入。如应付监管要求免责为主,不够主动、行业实践较为简单。如停留在开户时填写风险承受能力评估问卷,持

续评估较少)等问题,还需要花大力气持续推进这项工作。

在创新大背景下,行业在适当性管理方面也有了些重要进展,一是发布实施《证券公司代销金融产品管理规定》,适当性管理要求是证券公司销售金融产品的核心要求,规定》对此作出了系统规范。

二是指导中国证券业协会起草《证券公司投资者适当性制度指引》草案》。草案总结了行业适当

性管理的经验,结合行业实际,细化了证券公司了解客户、了解金融产品和金融服务、适当性匹配的相关要求,将对指导证券公司深化适当性管理要求,形成行业最佳实践,提高行业适当性管理水平起到重要作用。

上海证券交易所考虑整合并统一目前交易所按照各个板块、各个交易品种分别提出的适当性管理规则。证监会已经与交易所进行了专门沟通,并提出了具体的修改完善建议。

## 聂庆平:证券公司将不断扩大标的证券范围

□本报记者 蔡宗琦 钱杰

证券公司总经理聂庆平透露,我国融资融券业务从试点转入常规后,证券公司将不断扩大标的证券,扩大参与此项业务的证券公司范围,逐步建立具有中国特色的融资融券制度,促进融资融券业务健康发展,为完善我国资本市场功能,推动业务创新起到重要作用。

他表示,投资者适当性制度是

非常严格,证券公司融资融券开户时,要完整保留相应影像资料,并保证客户是一一对应的;三是证券公司要重视投资者教育及征信工作。证券公司要进行详尽的征信调查,充分了解投资者身份、财产收入状况、证券投资经验和风险承受能力等,并评估客户交易记录和经验,看其股票投资是否追涨杀跌,是不是赌性太大。此外,要做好投资者教育和培训,向投资者充分介

绍各业务环节,使其了解融资融券的风险,懂得操作技术。聂庆平介绍,证券公司在推进投资者适当性制度时,通过中国证券业协会的证券公司融资融券业务实施方案专业评价,要求证券公司在开展业务之前建立一整套完备的管理制度,切实保护投资者利益。例如,要求证券公司必须建立董事会、经营管理层、业务决策委员会和营业部的四级授信管理体制,以及标

的证券管理、保证金管理、可冲抵保证金证券及折算率管理、平仓制度等一系列制度。证券公司在开展融资融券业务时,给中国证券业协会提交了数百页的业务方案和相关法规制度。通过专业评价,督促证券公司在开展业务之前充分预估可能给投资者带来的风险,梳理风险点的防控措施,并以制度化的形式执行,从执行层面有效保护了投资者利益。

## 霍达:券商投资者适当性管理应内化为风控要求

□本报记者 蔡宗琦 钱杰

证监会市场部副主任兼债券领

导小组办公室主任霍达表示,证券公司的投资者适当性工作要具有生命力,应该内化为风险控制要求。相应地,一些监管规定可以适当简化,从而原则监管转变。

他介绍,参与私募债券认购和转

让的合格投资者,包括以下几类:第一

的过程。现在一些工商企业,包括金融机构可能并不习惯于投资私募债,一些理财产品由于契约限制还不能投资私募债。随着市场的发展和对风险认知的逐渐清晰,一些原来的风险厌恶者,他们的投资习惯可能会慢慢改变。另外,证监会近期对券商资管产品和基金产品放松管制、加强监管、鼓励创新,私募债的投资群体正在逐步扩大。一些机构投资者习惯于

对私募产品的投资思维,对私募债产品还存在认知偏差。比如,对于私募产品的信息披露要求和触发发行人提前购回的契约条款等问题,实际上这不应由监管机构或是交易所解决,而是协商解决的问题。触发发行人提前购回的契约条款在境外私募债中普遍使用,是投资者保护的重要工具,不少基金公司也提出此类需求,但私募债契约是由供需双方协商确

定的,需要投资者与发行人事先沟通。证券公司作为中介机构,还需要更多地促进供需对接。

霍达建议,目前投资者适当性更多体现为监管机构或自律组织的要求,是一个外部约束。证券公司的投资者适当性工作要取得生命力,应该内化为风险控制要求。相应地,一些监管规定可以适当简化,从规则监管向原则监管转变,从刚性要求向弹性要求转变。

## 德国金融产品及服务

### 与客户匹配流程包括三个环节

□德意志银行零售银行业务法律事务主管 Thorsten Seyfried

目前,德国金融产品及服务与客户匹配的流程主要包括,识别金融工具的特点、客户特征评估、投资建议等三个环节。

德意志银行主要通过内部流程、风险分类、流动性分类、复杂性分类等几种方法识别产品特征:(1)内部流程。由产品管理部门与产品发行人合作识别产品特点,对新产品启动审批流程(NPA),内控部门负责风险控制;(2)风险分类。风险是产品最重要的特点,风险可划分为1至5级,风险分类模型应保持连贯一致;(3)到期日分类。可分为短期、中期和长期投资;(4)流动性分类。高流动性特征包括:随时可交易、订单可立即执行、可交易订单大小不同、价格变化连续等。有一定限制的流动性特征包括可在二级市场流通等。低流动性特征包括无二级市场等;(5)复杂性产品分类。例如,结构化场外掉期产品为高复杂性产品,票据为中等复杂性产品,固定收益产品、股票等为低复杂性产品。

此外,在提供投资组合建议时,需评估投资组合的整体风险,并将组合的整体风险特征与客户进行适当性测试,而不是仅仅关注每个单独产品的风险性。目前,德国金融机构综合评估投资组合的整体风险还较难实施。在相关诉讼中,法官也只会去看投资组合中的每一个投资工具是否符合客户要求。

## 产品分类是适当性管理重要前提

□德意志银行零售银行业务法律事务主管 Thorsten Seyfried

德国金融机构为客户提供投资建议服务时,必须进行适当性测试,即将推荐产品的风险等级和客户的风险承受能力进行匹配。金融产品分类是适当性测试的重要前提。

金融产品分类有助于投资机构履行信息披露义务。《商业监管条例》规定投资机构有义务向客户提供易于理解的信息,帮助投资者了解不同金融产品的特性和风险,并在此基础上做出投资决策。德国制定了标准化宣传册《投资产品基本信息》供行业使用。

德国产品分类主要有根据风险等级、产品类型、负责的银行业务(法律规定的)等三种分类方法。

近期,欧盟金融工具市场指令II(MiFID II)将规定投资机构定期对现有产品进行检查,以保证产品能继续满足其所原客户的需求。

风险分类的基本准则确定。德国金融市场确定了风险分类的基础规则。产品风险由低至高划分为1至5级。该分类适用于对股票、固定收益产品、共同基金、票据、衍生品等各类金融产品。其中,一些基本风险较高的金融产品的风险等级从3级开始,1、2级不存在这类产品,如股票。其他一些金融产品的分类则需要另行制定规则。如封闭式基金,由于其属于创业投资,缺乏流动性,所以一般按照所投资行业分为A、B、C、D等4级;结构性产品也必须根据具体情况逐个分类。

## 确定客户风险分类可进行心理测试

□德国法兰克福Exameo GmbH的欧洲可理解信息研究所董事总经理 Kurt Bürkin

目前,德国在确定客户风险分类时主要面临以下问题:一是客户信息真实性问题。二是客户评估标准问题。

为了进行客户风险分类,德国市场的经验是在问卷调查后,客户进行有关“风险容忍度”的心理测试。心理测试共25个问题,一般需要45分钟完成。测试主要目的是为确定客户投资风险组合应该如何设定为最佳。不同的金融机构原则上可以对同一客户制定不同的标准,如客户在A银行被划分为高风险客户,而在B银行被划分为低风险客户。金融机构目前难以有效核对客户信息的真实性和完整性。如果客户信息不完整,投资顾问就不应该给任何的建议。在此类纠纷中,银行不能完全免责,可能会败诉。

## 德国修法加强投资者保护

□德国金融监管局证券监管部高级法律顾问 Bernd Goller 德国金融监管局国际合作部顾问 Moritz Beker

为加强金融危机后对投资者的保护,德国《证券交易法》近期进行了以下修订:2011年1月,颁布《投资咨询会议纪要》;2011年7月,颁布《金融工具信息表》;2012年11月,建立投资顾问数据库。此外,新的立法议案将建立“基于费用”的投资咨询业务监管框架。

德国正在复审《欧洲金融工具市场指令》(MiFID),并对欧盟打包零售投资产品(PRIPS)立法。在目前法律框架下,投资公司只需要进行一次适当性测试,而复审对定期适当性评估提出了明确要求。

此外,欧盟打包零售投资产品(PRIPS)立法,该议案提出,产品发行机构必须为每个产品出具一份“关键信息文件”,以提高投资产品对于散户的透明度。目前,该议案尚未通过,但“关键信息文件”已经通过。此关键信息文件应包含以下信息:(1)投资产品名称、产品发行机构资质;(2)产品性质及主要特点;(3)是否可能损失本金;(4)建议最低持有期限和流动性预期;(5)产品风险及回报;(6)产品各项投资成本;(7)产品过往表现。