

新《证券法》建立“以结果为导向”的投资者保护制度*

郑 或**

一、对投资者风险承受能力分类识别

“投资者保护”专章在起始条款(新《证券法》第 88 条第 1 款)中,首先开宗明义地要求“证券公司向投资者销售证券、提供服务时,应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息;如实说明证券、服务的重要内容,充分揭示投资风险;销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务”,同时,新《证券法》第 89 条第 1 款又区分了“普通投资者”和“专业投资者”,由此构成针对券商“投资者适当性”的法定义务。

就新《证券法》的体例编排而言,可以看到投资者适当性义务实际上是“投资者保护”的前置条件,因为投资者进入证券市场是投资的开始,没有在券商的开户和下单,投资者就无法交易,也就谈不上后续受到损失。但是,不同于股市发展初期投资者需求和投资者背景的主体结构的“单一化”和风险承受的“同质化”,随着我国多层次资本市场体系的逐步建立,市场与市场、产品与产品之间出现越来越多的差异性,不同层次市场以及不同品种的证券产品的风险均呈现出不同状态。而随着投资者主体结构,投资需求的多元化,不同投资者对于市场的投资目的、投资偏好和风险承受能力都已开始因人而异,多元化的市场在提供了更多的市场机会的同时,也对投资者的风险能力提出了更高要求。而为了避免投资者投资的盲目性,对于投资者风险承受能力的分类与识别,就自然而然成为实现保护投资者利益这个结果目标的前道栅栏。

* 本文发表于《中国证券报》2020 年 3 月 16 日,第 A09 版,经作者同意进行转载。

** 华东政法大学国际金融法律学院教授,法学博士。

二、“前瞻式”监管干预

新《证券法》关于“投资者适当性义务”的规定,实际上是国际通行的针对金融消费者保护的“行为监管”的重要组成部分。行为监管的实践发端于20世纪70年代,在2008年“次贷危机”爆发后,出于对“最少的监管即最好的监管”理念所产生的危机反思,强化行为监管和金融消费者保护日益成为国际金融变革的新趋势,尤其是强化以保障金融消费者为核心要义的行为监管成为全球银行业监管当局反思的重要内容。行为监管,是一种“前瞻式”的监管干预手段,它不仅关注金融机构在提供金融产品或服务过程中是否合法合规,而且还要求其必须合情合理,通过考察金融产品的整个生命周期,以早期干预的方式对金融机构所提供金融产品的业务规则进行实质性监管,防范有问题的金融产品和金融服务对金融消费者造成损害。

同样,为了将风险与防范做在前面,新《证券法》第88条对券商施加了两方面的投资者适当性义务。一是身份识别的基本义务,即“了解你的客户”原则,要从反洗钱和业务合规性的角度知道你的客户是谁、客户想做什么;二是风险识别的基本义务,即了解客户能做什么,不能做什么,在此基础上将合适的产品推荐给合适的人。值得注意的是,“投资者适当性义务”名义上是券商的义务,但通过本次修法,它实际上也转换成了券商的一种权利,即如果没有通过券商的投资者适当性审核,券商有权利拒绝向投资者提供相关的金融产品和服务。

三、引入“原则监管”

新《证券法》第88条虽对券商设定了法定的“投资者适当性义务”,但从立法技术上来看,立法者并没有在该条内容中过多地提出具体要求,而是作了一个类似“目标式”的立法要求。此中原因不难理解:券商在开展具体业务时可能遇到的情形千变万化,“投资者适当性义务”条款确实很难展开技术性的具体描述以定位券商的具体要求。但基于新《证券法》第88条新设置了一项券商的法定义务,如要切实通过本条实现保护广大投资者利益的初衷,则在该条具体执法和监管的过程中就要注意对于“原则监管”的引入。

所谓“原则监管”,也称“以原则为基础的监管”,它是一种以“监管结果为导向”

的监管。“原则监管”不同于“规则监管”,规则监管是以明确清晰的标准来描述监管对象应该完成的“规定动作”或应该履行的行为的过程来保证最大程度的行为合规性。规则监管的问题在于,其在具有简单明了优点的同时,越来越多的监管规则使规则变得极其庞杂,这会导致虽然原本规则监管的目的在于防范可能出现的违法违规行为,但因为规则监管往往“重法律形式、轻交易实质”,使在过于详细的监管规则下,被监管者严重依赖“规则本身”的技术条款,而不关注规则背后的价值取舍,由此不免出现“规避”“形式主义”等问题。相反,原则监管更多的是提出一项明确的目标和要求,不再把实现这个目标和要求的条件一一列明,而是需要监管对象依据行业惯例、内部风险控制去证明实现监管的目标和要求。此外,原则监管并不意味着放弃规则监管,而是把原则监管凌驾于规则之上,具体的规则只是构成原则监管项下的一个必要组成部分。

对照前述“原则监管”的要求,明显可以看到,新《证券法》第88条中的“充分了解”“如实说明”“充分揭示”“状况相匹配”等都不是技术性规范,而是一个有关结果的要求。这就决定了在新《证券法》实施后,券商在销售证券或者提供服务的过程中,并不能完全以所谓的“程序性”规定(指定动作)的满足作为其完成“投资者适当性义务”的标准。相反,券商在提供相关产品和服务的过程中,必须以“程序性的规定动作”(法律规范的要求)+“实质性的自选动作”(内部落实法律规范的规定、程序、条件)来证明其对“投资者适当性义务”的满足。

四、尚有继续完善之处

相较于域外相对成熟的金融消费者保护体系下的“投资者适当性义务”,未来我国证券监管和司法实践中都有值得继续期待或者明确的地方。首先,在描述券商这个义务的适用条件时,目前的法律规定用了“向投资者销售证券、提供服务时”这样统括性的表述,这里面是否需要作一个限缩式的场景解释?即此项义务应该只是券商首次为客户提供服务或首次销售特定类别证券时应履行投资者适当性识别的义务,而不能简单地泛指所有的服务(比如,在券商承销新股后向客户推荐或者销售时,券商可以基于之前特定的投资者识别性而免于每一次销售的投资者适当性识别义务)。

其次,依据新《证券法》第2条对“证券”范围的界定,现行法律没有采用范围更广的定义,只是在保留原有股票、公司债券的范围内增加了存托凭证这一明示类别。

虽然有学者认为该条第3款将资管类理财产品归入了“证券”的范围,但就第3款原文“资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定”的表述而言,资产管理产品是否属于新《证券法》项下的“证券”还是未有法律意义上的定论的。由此,新《证券法》的这种投资者适当性义务是否会涵盖券商向其客户销售或者代销自有的资管产品、代销的基金产品及其他金融机构的理财产品(原有券商是可以代销银行系理财产品,但2018年9月28日中国银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》限制了银行委托券商对于银行系理财产品的代销)还未有定论。

最后,新《证券法》“投资者适当性义务”适用还有一个前提条件是“应当按照规定充分了解……”这里面“规定”一词的含义有多广?是仅指证券监管部门的行政性规范,还是可以扩大到所有金融监管机构的行政性规范?其是否包括了证券交易所或相关协会的自律性规则?抑或甚至包括了券商在本条要求项下自行制订的“合规性”内部规定?因为在最高人民法院看来,“在确定卖方机构适当性义务的内容时,应当以合同法、证券法、证券投资基金法、信托法等法律规定的基本原则和国务院发布的规范性文件作为主要依据”(参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》第73条)。未来司法实践与监管实践如何理解与解释这个问题也值得期待。

“投资者保护”历来是各国证券监管的重点内容。在我国,投资者保护制度的建设与完善也历来是监管部门工作的重中之重。历年来,无论是上市公司股东大会的网络投票、虚假陈述先行赔付,还是投资者适当性要求等制度,往往都是监管部门在实践中逐渐摸索出的工作成果。本次《证券法》修法其实是在总结先前监管工作经验的基础上,将一套被实践证明为行之有效的投资者保护制度从位阶较低的部门性规章上升为位阶较高的法律,以为司法审判和证券监管提供充足而有力的法律保障。