

一 投资者风险承受能力评估的实践困境

从证券法第一条第一款对适当性义务的规范性旨意探寻可知,证券公司履行适当性义务时应确保投资者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定,并承受由此产生的收益和风险,体现“卖者尽责,买者自负”的理念。进一步地,管理办法从实体义务层面勾勒出了适当性义务的制度轮廓。与此同时,司法系统总结过往审判经验,在全国法院民商事审判工作会议纪要(以下简称“九民纪要”)中就适当性义务的内容、法律规则适用等予以规范,其以“了解投资者”作为起始,展现适当性义务的全价值链条:“第一,了解投资者并对其分类;第二,了解产品或服务及其分级;第三,投资者与产品或服务的匹配”^①。但在对管理办法、九民纪要的精细化拆解过程中,显见的是,作为“概念”的制度规定、司法政策与作为“实践”的义务履行存在不统一。投资者风险承受能力评估问卷,以下简称“评估问卷”,是证券公司评估投资者风险承受能力的关键工具,但问卷相关要素之意涵并不清晰,结果运用规则也较为模糊。此外,业务实践复杂多样,不同投资者之间既有相似之处,也存在诸多差异,致使难以共用相同的审查标准。虽然上述监管规定、司法政策提供了一定的指导,但对于证券公司而言,仍面临如何将抽象的司法政策转化为具体操作指引、履职到何种程度才能认定满足了监管规定和司法审判的要求,在日常业务中如何规范操作以消除潜在风险等挑战,因此进一步的梳理分析显得尤为必要。

二 研究方法

司法裁判中衡量尺度的模糊、个案展现的不同,为笔者关注证券公司适当性义务的履行提供了更为微观、多样、实操的视角,故而,为探索有效解决之策,本文通过案例分析法,从法律规则与司法实践的互动中,揭示司法审查标准在个案中展现的分歧及边界,对操作规则的模糊性进行明晰,并试图进一步提出对证券公司开展投资者风险承受能力评估的实践建议,以从源头减少纠纷,保障投资者权益。

二、投资者风险承受能力评估的司法观察

从投资者风险承受能力评估切入,以“投资者风险承受能力”“适当性”“问卷”为

^① 参见最高人民法院民事审判第二庭:《〈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1页。

关键词 共检索收集到 份裁判文书 筛选后共获得 份与投资者风险承受能力评估紧密相关的有效裁判文书 经初步归类 前述裁判文书体现出风险承受能力评估主要存在要素设计与结论运用两个方面的争议 就风险承受能力评估的要素设计方面而言 司法裁判着力回应评估问卷设计的全面性与合理性问题 关键要素如“投资经验”的语义学解释问题 就风险承受能力评估结论运用方面而言 司法裁判主要通过分析评估问卷中关键问题或评估问卷外关键信息与评估结论的冲突问题 前后两次评估结论的冲突问题来回应适当性之要求 通过对风险承受能力评估前述问题的实践性反思 可以进一步完善证券公司销售金融产品中投资者风险承受能力评估的工作方案

一 投资者风险承受能力评估要素设计维度争议的辨析

各相关要素的设置
对投资者风险承受能力进行评估 其前提是评估问卷能够真实 完整 准确地展现投资者风险承受能力的不同面向 因此在符合监管要求的前提下如何酌情设置相关要素 这成为金融机构在产品销售过程中需要直面的问题
在曹某某与某证券有限责任公司委托理财合同纠纷^①中 法院明确回应这一争议的基础性前提 即“相关协会提供的问卷版本不具有强制性 被告未直接采用该版本问卷不直接违反监管规定 且本案所涉调查问卷的问题中已经包含了投资目的

问卷在问题题目、答案选项设计上存在不合理和遗漏之处,进而得出了销售机构未充分履行适当性义务结论。

通常情况下,司法裁判机关不会对较为模板化的评估问卷文本进行深度分析,过往的裁判案例中较少出现针对评估问卷具体条目的合理性及其潜在矛盾的争议焦点。然而,审视上述仲裁案,可以认为,此种对于评估问卷细微的审视方式,对于金融机构而言,市场广泛流行的格式化评估问卷已不再绝对安全。

2. “投资经验”之要素的语义界定

管理办法规定金融机构应当了解投资者的身份、财产与收入状况、投资经验、投资需求、风险偏好等信息,但其并未明确界定相关要素的具体评判标准和适用的范围,其中语义不明、争议较大的要素系属“投资经验”。以文义解释看,投资者的教育背景、职业经历等似乎都可被认定为投资经验的一部分。九民纪要对相关投资经验现象总结道:“司法实践中,多数法院开始参照投资者的既往投资情况判断风险承受能力,评估结果是否真实、可信,诉争产品是否合适,另一方面会认为具备相应投资经验的投资者理应认识到投资理财的风险,应当具备更高的谨慎注意义务,因而可以适当减轻买方机构的风险提示和适当推荐义务,甚至认为投资者是自主购买理财产品,应当自担风险。”^①在司法实践中,司法机关在个案中对于投资者投资经验的认定观点较为多元,尚未形成一致共识。对典型案例梳理后,大致归类总结出如下三种观点:

(1) 核心特征类似说。一些法院的立场是,投资者既往购买的产品在运作机制、风险特点等核心特征方面与本次产品相似,方可认定具有投资经验。例如,在徐某与某银行的股份有限公司财产损害赔偿纠纷案^②中,法院认为,现有证据显示徐某之前购买的理财产品类型为股权投资基金、债权类投资基金,与案涉理财产品运作机制和风险特点明显不同,徐某亦称其作为非专业的普通投资者,并不了解案涉理财产品的特殊风险结构,因此不能认定徐某了解了案涉产品的风险。在某某与某信托公司合同纠纷案^③中,法院亦持类似观点。

(2) 风险等级类似说。另一些法院则认为,投资者既往购买的产品在风险等级方面与本次产品相当,即可认定具有投资经验。例如,在陈某与某基金销售有限公司

^① 参见最高人民法院民事审判第二庭:《〈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433页。

^② 参见北京市第二中级人民法院(2018)京02民终7731号民事判决书。

^③ 参见北京金融法院(2021)京74民终574号民事判决书。

若投资者选择难以承受任何损失的选项,则是否意味着投资者的风险承受能力为最低级别(C0或C1),从而应不允许其购买可能产生本金损失的产品?

对此,不同法院持有不同观点。有部分法院认为,投资者即使在评估问卷中就某一问题作答难以接受任何亏损,但该问卷并不构成双方对特定产品盈亏结果的有效承诺或约束,支持根据评估问卷的总分来评定投资者的风险承受能力。该结论可见诸于施某与某银行股份有限公司财产损害赔偿纠纷、^① 张某、江苏某资本管理有限公司与某证券股份有限公司、王某等财产损害赔偿纠纷。^②

但更多法院则对评估问卷中的具体题目及投资者的具体作答内容进行了重点关注,如果投资者选择难以接受本金损失,却评估得出其具有较高风险承受能力,向其推介中高风险的金融产品,则法院认为其风险承受能力评估结果失真,与

在杨某、某银行股份有限公司财产损害赔偿纠纷^①中，杨某第一次和第二次的评估测试仅差四日，结果却显著不同。法院认为，代销机构在发现投资者风险等级低于产品等级而主动提出再次进行评估的说法较为符合常理。评估测试结果是投资者风险偏好的反映，具有主观性与一定时期内的稳定性。前后几日的明显差异使第二次风险测评结果的真实性存疑，加之某银行向杨某推介的产品均为中高风险等级或高的风险等级，超出杨某的风险承受能力，综合可判定某银行发起第二次风险测评的目的在于向投资者推介风险等级更高的产品，不具有真实性和可信性。而相反，时隔半年投资者风险承受能力评估结果产生变化，得到了司法裁判的认可，正如姚某、某银行股份有限公司财产损害赔偿纠纷案^②所示。

可以发现，司法裁判认可评估结果的动态变化性，但对于极短时间内的显著变化不予认可。前述案例中，司法机关认定金融绿罨律¹ 嗣慎媚涓臻橙斂齡綠罨俯 嗣慎媚涓结清装囁

适当性义务的履行情况 而非径直采信评估问卷之结论

三、对证券公司投资者风险承受能力评估工作的建议

证券公司履行适当性义务的核心在于 基于对投资者的全面了解 向其销售“适当”的产品 在销售过程中 每一环节及其具体操作都可能对适当性义务的履行产生实质性影响 尤其是在投资者风险承受能力评估环节 通过上述案例的观察 初步揭示出制度规则之外的操作准则 对证券公司投资者风险承受能力评估工作提出建议

(一) 重新审视并优化评估问卷的设计

建议证券公司对评估问卷的设计逻辑 组织结构 具体内容进行审查 确保不存在重大错误或漏洞 并确保评估问卷不同板块内容之间以及与相应的产品合同 说明书 风险揭示书之间不存在矛盾冲突之处 同时 鉴于投资者保护趋势的日益强化 金融机构被要求更全面 精确地描绘投资者画像 因此 建议证券公司在设计评估问卷时 应实质性融合协会模板

件,主动识别一定时间段内的测评情形。如发现并确证存在突击测评后,应对相应情形介入调查处理。

(五) 细化评估工作操作规程,对违规行为处罚纳入公司制度
司法裁判机关在处理投资者适当性纠纷时均秉持精细化的审判思维,将金融机构履职行为逐项分解,细致核查案件相关事实。这就要求证券公司及其员工在投资者风险承受能力评估环节,应采取更加精细、更加规范的操作并做好留痕,确保没有违规行为。

(责任编辑:沙 含 刘霄鹏)