

投资者风险承受能力评估法律效果研究

——基于司法案例的实证分析

戴洁春* 刘宇** 赵红豆 过纯瑜 张浩波***

摘要：投资者风险承受能力评估是金融机构充分了解投资者的重要手段和载体。投资者风险承受能力评估在法律法规、监管规定中已多有规范，但透过司法审判的棱镜，金融机构实操中仍暴露出若干形式与实质层面的问题。本文在适当性理论和司法实践的指引诠释下，提出完善投资者风险承受能力评估工作的相应规则建议。

关键词：投资者风险承受能力 适当性义务 评估问卷 规则建议

一、研究背景与方法

随着我国资本市场的深度创新与金融产品的日益丰富，金融产品销售的种类和体量均呈现出新的发展态势。围绕金融机构适当性义务的履行争讼亦同步增加，其中投资者风险承受能力评估程序瑕疵、评估结果失真成为主要争议焦点之一。

在持续强化金融消费者保护的背景下，证券公司作为销售机构，在投资者保护领域所遇挑战不断加大，需要以更细致规范的举措落实金融消费者保护要求、预防金融消费者纠纷。而聚焦到“了解投资者”这一适当性义务的逻辑起点与核心，《证券期货投资者适当性管理办法》（以下简称《管理办法》）第6条在转化为具体操作规则时的模糊性，使得证券公司难以准确把握投资者风险承受能力评估工作相应尺度，进而引发一定的实务龃龉。

* 国联民生证券合规总监。

** 国联民生证券合规法务部总经理。

*** 均为国联民生证券合规法务部员工。

(一) 投资者风险承受能力评估的实践困境

从证券法第88条第1款对适当性义务的规范性意旨探寻可知,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424页。

关键词,共检索收集到 276 份裁判文书。筛选后共获得 16 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当时适当性之要求。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

1. 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、投资偏好、投资经验、财务状况、风险承受能力等主要内容,可基本满足了解客户的需求。”法院上述观点遵从了适当性义务之要义,其秉持的目标是使得销售机构可以通过该问卷满足“了解客户”的根本需求。在董某与某投资管理有限公司委托理财合同纠纷^②中,法院亦持相同观点。

但在某仲裁案^③中,仲裁庭逐一核查了评估问卷的设计逻辑、结构安排,对问卷列示的问题、答案选项以及不同问题之间、不同答案选项之间,问卷与案涉产品合同、说明书之间是否存在重大歧义、自相矛盾之处进行逐一核实。仲裁庭调查发现,评估问卷中题目不同选项的设置容易导致投资者产生不同理解,且金融机构并未进行必要释明;题目选项与最终投资者确认部分内容自相矛盾,导致题目答案选项没有意义;并且评估问卷中题目设计与案涉合同约定也存在矛盾冲突。据此,仲裁庭认为,评估

^① 参见上海市浦东新区人民法院(2021)沪0115民初1433号民事判决书。

^② 参见北京金融法院(2021)京74民终482号民事判决书。

^③ 因仲裁案件保密性,仅列明该案仲裁机构为中国国际经济贸易仲裁委员会。

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的结论。

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、风险特点等产品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,在徐某某与某银行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,与案涉理财产品的运作机制和风险特点明显不同,徐某某亦称其作为非专业的普通投资者,并不了解熟悉案涉理财产品的特殊风险结构,因此不能认定徐某某了解了案涉产品的风险。在才某某与某信托公司信托合同纠纷案^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。

财产损害赔偿纠纷案^①中,法院认为,陈某的过往投资经历显示其在购买涉案并购私募基金产品之前,曾购买与涉案基金产品风险等级相当的产品,还曾从事股权投资等风险较高的投资行为,因此,陈某系具备一定经验的金融消费者,对系争产品发生亏损的风险亦应有所预期。在某公司1、某公司2等金融委托理财合同纠纷案^②中,法院亦持类似观点。

(3) 同种产品说。还有一部分法院认为,既往购买过相同种类产品方可认定具有投资经验。例如,在某银行股份有限公司与王某财产损害赔偿纠纷案^③中,法院认为,王某虽多次购买理财产品,但其所购买的理财产品均非本案涉诉基金。王某之前多次购买理财产品的事实,并不能导致其对本案涉诉基金的相关风险等内容有所了解,不能据此减轻或免除某银行未按金融监管的相关规定履行适当性推介义务而应承担的责任。法院在苏某、某银行股份有限公司金融委托理财合同纠纷^④中亦持相似观点。

对上述类案进行总结,笔者倾向于采取动态认定的逻辑综合接受法院的观点。其一,不言自明地,对于同一产品、同系列产品的投资经验,理应可被认定为对投资者理解拟认购产品相应风险有重大影响的投资经验;其二,对于非相同产品,则应综合考量其品种类别、投资数额、运作机制、风险结构等因素,与本次拟认购产品是否具有相似性,尤其是运作机制、风险特点与风险等级与拟投资产品是否近似。如果相关因素高度相似,比如风险等级均为高风险、投资机制或标的较为相似,则即使系属不同产品,亦可能被认定为对投资者理解拟认购产品相应风险有影响的既往投资经验;其三,投资者如有高/较高风险产品的投资经验,则也可能被认为有一定的风险判断能力。

(二) 投资者风险承受能力评估结论运用维度争议的辨析

1. 关键要素与评估结论的冲突

在证券业协会、基金业协会发布的投资者风险评估问卷参考模板中,均提及了投资损失容忍度的问题,要求投资者选择能接受的投资损失比例范围,选项从难以接受本金损失、到较高比例本金损失逐步递增,该问题旨在反映投资者的风险偏好与承受意愿。但如投资者该问题所选答案与最终评估所得结论相冲突,则如何取舍? 例如,

^① 参见上海金融法院(2021)沪74民终1011号民事判决书。

^② 参见江苏省苏州市中级人民法院(2022)苏05民终5294号民事判决书。

^③ 参见北京第一中级人民法院(2018)京01民终8761号民事判决书。

^④ 参见江苏省南京市中级人民法院(2019)苏01民终7576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,与实际风险承受能力并不匹配,进而判令销售机构承担赔偿责任。比如在某银行股份有限公司、周某金融委托理财合同纠纷案^③中,法院认为,虽然周某的风险承受能力评估等级显示其可以购买诉争理财产品,但周某在风险承受能力评估问卷中明确选择不能承受本金损失,该选项与周某风险承受能力评估结果明显相悖。因此,虽该风险承受能力评估结果与诉争理财产品风险等级形式上呈现一致,但实质上并不匹配。与之类似,法院在某银行股份有限公司与王某财产损害赔偿纠纷案^④、某银行股份有限公司、陈某金融委托理财合同纠纷案^⑤中发表了相似见解。

因此,若投资者在评估问卷中表现出的投资偏好与风险承受意愿与证券公司评定规则得出的风险承受能力等级不匹配,证券公司需审视其评定体系的科学性及是否存在逻辑矛盾,并考虑是否需要进一步修正和完善。同时,从风险规避的角度出发,若评估问卷所反映的投资偏好与风险承受意愿与评定结果不符,应将投资者的风险承受能力等级认定为较低水平。

2. 前后两次评估结论的冲突

评估问卷的作答应当体现投资者真实的意思表达,通过其真实的作答结果,综合评价得出投资者风险承受能力。但若短时间内对投资者反复评估且结果不一致,那么后评估结果的有效性便成了疑点。

① 参见江苏省高级人民法院(2017)苏民申4332号民事裁定书,施某与某银行股份有限公司财产损害赔偿纠纷。

② 参见江苏省南京市中级人民法院(2020)苏01民终5949号民事判决书。

③ 参见山东省日照市中级人民法院(2018)鲁11民终426号民事判决书。

④ 参见北京第一中级人民法院(2018)京01民终8761号民事判决书。

⑤ 参见济南铁路运输中级法院(2022)鲁71民初71号民事判决书。

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,司法机关认定金融机构对投资者第二次风险承受能力的评估,实为后续推介中高风险产品而进行的临时性、突击性的测评,以看似合法合规的形式掩盖违规的实质,真实目的在于通过“提升”投资者风险承受能力,形式满足产品匹配要求。在投资者情况并未发生重大变化、前后评估间隔极短的情况下,后续风险评估的必要性、真实性均遭到了司法机关质疑,并成为否定该次风险评估结果效力的关键因素。

3. 评估结论与其他相关信息的冲突

就评估结果的采信而言,一个重要问题是,可否仅凭问卷评估结果即确保投资者风险承受能力得到精准识别?

在钱某与某证券公司委托理财合同纠纷案^③中,法院认为,在对话中钱某多次表述希望保本、不想购买高风险产品,这表明钱某系低风险偏好客户,难以忍受本金亏损,但某证券公司却通过评估问卷得出了钱某投资风险承受度为“积极型”的相左结论,因其未能准确识别客户风险承受能力,导致将案涉高风险金融产品不当销售给低风险承受能力客户。

审视此案,笔者认为,证券公司应综合考虑与客户的沟通记录等各种碎片化信息,全面判断客户的风险承受能力。若前后信息显著不一致,法院则可能会遵从“穿透”式审判方案,通过其他能够体现投资者风险承受能力的相关证据来认定销售机构

① 参见辽宁省沈阳市中级人民法院(2020)辽01民终14338号民事判决书。

② 参见浙江省宁波市中级人民法院(2021)浙02民终3326号民事判决书。

③ 参见上海金融法院(2022)沪74民终930号民事判决书。

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颃颥之处。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,并根据不同业务领域、不同产品/服务类型及产品风险等因素,针对性地增加对投资者相关信息的了解,以满足不同投资者群体的需求。

(二) 完善“了解投资者”的相关话术标准

建议证券公司要求员工尽可能详尽了解投资者的既往投资经历,特别是涉及与拟投资产品风险等级相当或较之更高的投资经验、与拟投资产品运作机制类似的投资经验。同时,建议证券公司应将银行存款、认购国债等投资属性较弱的行为排除出投资经验的认定范围,避免将之作为判断投资者能否理解及承受拟认购产品风险的依据。

(三) 避免单纯依赖评估问卷结果作为“适当性匹配”的唯一依据

建议证券公司采取多样化手段,尽可能全面了解投资者对产品投资期限、品种、投资标的等关键要素的偏好,对于评估问卷作答结果中的明显疑点,应通过与投资者的深入沟通,进一步核实确认相关信息。对投资者在评估问卷的关键问题上、评估问卷之外的交流中所表现出来的投资偏好及风险承受意愿,应当被纳入对投资者风险承受能力等级评定中。

(四) 避免通过突击评估,人为干预评估结果

证券公司及其员工应充分认识到突击性质的投资者风险承受能力评估的无效性,避免为提高个别产品的销售业绩,开展已被司法审判所否定的评估方式。证券公司应对此类评估采取一定的筛查、核实或限制手段,比如在系统中设置相应触发条

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)