

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 和 16 楼
邮编：200120
电话：+86 21 3135 8666
传真：+86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
邮编：100005
电话：+86 10 8519 2266
传真：+86 10 8519 2929

香港

香港中环花园道 3 号
中国工商银行大厦 15 楼
电话：+852 2969 5300
传真：+852 2997 3385

www.llinkslaw.com

Shanghai

19F&16F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
Tel: +86 21 3135 8666
Fax: +86 21 3135 8600

Beijing

4F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
Tel: +86 10 8519 2266
Fax: +86 10 8519 2929

Hong Kong

15F, ICBC Tower
3 Garden Road, Central
Hong Kong
Tel: +852 2969 5300
Fax: +852 2997 3385

master@llinkslaw.com

资产管理法律评述

2017 年 8 月



关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

作者：黎明 | 安冬

中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）于 2016 年 12 月 12 日公布的《证券期货投资者适当性管理办法》（证监会令〔第 130 号〕，以下简称“《适当性办法》”）已经自 2017 年 7 月 1 日起施行。针对基金募集机构，中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）于 2017 年 6 月 28 日发布了《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》（以下简称“中基协《指引》”），同日中国证券业协会（以下简称“中证协”）针对证券经营机构发布了《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》（以下简称“中证协《指引》”）。基金募集机构适用的自律规则以中基协《指引》为主，证券经营机构开展资产管理业务还应同时适用中证协《指引》。

尽管投资者适当性管理规则已实施一个月有余，但基金募集机构在适用和执行过程中仍存在相当多的规则理解和操作性问题，在未来一段时间内需要结合监管机构和行业协会的政策、沟通意见以及行业逐步形成的普遍实践摸索解决方案。我们通过本文对于行业关注较多的实践问题进行总结和分析，以期基金募集机构及时关注到此类问题并为解决方案的制定提供可参考的分析

如您需要了解我们的出版物，
请与下列人员联系：

郭建良：(86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明：本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

角度。囿于篇幅和时间，本文探讨的投资者适当性管理问题所涉及的范围主要为公募基金管理公司、具有公募基金管理资格的证券公司或其资产管理业务子公司（以下简称“券商资管机构”）以及其以公募基金为主的资产管理业务。

一、中证协《指引》对于基金募集机构的意义

尽管基金募集机构应适用中基协《指引》，而证券经营机构应适用中证协《指引》，但由于中证协《指引》也覆盖了券商资管机构的金融产品销售、资产管理业务，对于基金募集机构而言，除应直接适用中基协《指引》外，中证协《指引》也具有较高的参考意义。并且由于券商资管机构既是基金募集机构，又是证券经营机构，应同时适用两个《指引》。

首先，券商资管机构的资产管理业务应当同时适用中基协《指引》和中证协《指引》。中基协《指引》的适用范围包括基金募集机构向投资者公开或者非公开募集的证券投资基金，中证协《指引》的适用范围包括证券经营机构向投资者销售金融产品以及为投资者提供资产管理的金融服务。因此，券商资管机构无论其公募基金业务还是私募资产管理业务，均应同时适用中基协《指引》和中证协《指引》。

由于中基协《指引》和中证协《指引》适用对象和范围的不同，在适当性管理的具体要求和标准上也存在部分差异，券商资管机构在同时适用两个《指引》时，需关注其差异点，按孰严者执行。

例如：中基协《指引》未对第四类和第五类专业投资者的认定是否需要提供证明材料作出规定，但中证协《指引》提出了需要投资者提供证明材料的要求；对于回访比例，中基协《指引》允许基金募集机构自行确定回访比例，而中证协《指引》则明确要求每年抽取不低于上一年度未购买产品或接受服务的投资者总数的 10% 进行回访。就此两项适当性管理要求而言，中证协《指引》要求严于中基协《指引》要求，券商资管机构应按中证协《指引》要求执行。

再例如：中基协《指引》对于投资者基本信息表提供了自然人、机构、产品三类参考表单，而中证协《指引》则只提供了自然人、机构两类参考表单，且机构类表单未提供投资者为金融产品的情况下的特定信息表格；对于产品风险评价的标准，中基协《指引》提出了产品结构复杂程度、过往业绩和净值波动、流动性、衍生品投资策略、估值政策、杠杆水平等诸多参考因素，而中证协《指引》提供的参考因素为产品结构复杂程度、可理解程度、流动性、本金损失风险这几项。就此两项适当性管理要求，中基协《指引》比中证协《指引》更加具体和有针对性和有指向性，因此券商资管机构需更多参照中基协《指引》。

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

另外，某些规定中证协《指引》和中基协《指引》互有补充，例如投资者评估数据库的内容，券商资管机构需综合中证协《指引》和中基协《指引》的规定一并适用。

其次，中证协《指引》除直接适用于券商资管机构外，对于基金管理公司也具有较大的参考意义。若对于《适当性办法》的部分规定的理解不明且中基协《指引》也未进一步明确，但中证协《指引》有明确规定的，可以适当参考中证协《指引》，例如专业投资者是否应当分类和进行风险匹配问题（对于该问题将在下文展开分析）。

二．专业投资者的细化分类和风险匹配

基金募集机构普遍困惑的一个问题是：专业投资者是否应当进行细化分类以及产品销售时进行风险匹配。产生这个困惑的原因主要有二点：

第一，《适当性办法》第九条规定“经营机构可以根据专业投资者的业务资格、投资实力、投资经历等因素，对专业投资者进行细化分类和管理”，第十条规定“经营机构应当……确定普通投资者的风险承受能力，对其进行细化分类和管理”。对比第九条和第十条分别针对专业投资者和普通投资者的不同措辞，《适当性办法》第九条可以理解为专业投资者可以进行细化分类，也可以不进行细化分类。既然《适当性办法》允许对专业投资者不进行细化分类，也就意味着在金融产品销售时无需进行风险匹配。但《适当性办法》第十九条关于错配销售（投资者购买风险等级高于其风险承受能力的产品）的规定所提出的对于投资者进行告知、警示以及投资者“二次确认”的程序要求中，并未明确仅针对普通投资者，而如果这一程序也应适用于专业投资者的话，就意味着对于专业投资者也需进行分类管理以确认其风险承受能力。因此，部分基金募集机构认为第九条和第十九条实际上存在一定的冲突。

第二，《适当性办法》并未废止《证券投资基金销售适用性指导意见》（证监基金字[2007]278号，以下简称“《适用性指导意见》”），《适用性指导意见》在2017年7月1日之后仍继续有效。而《适用性指导意见》所提出的投资人风险承受能力调查和评价以及基金销售的风险匹配要求是无差别适用于所有投资人的。

对于专业投资者是否应当细化分类和进行产品风险匹配问题，中基协《指引》第二十四条和第二十五条在《适当性办法》第九条规定的基础上进一步规定了：“基金募集机构可以根据专业投资者的业务资格、投资实力、投资经历等因素，对专业投资者进行细化分类和管理。基金募集机构对专业投资者进行细化分类的，要向投资者提供风险测评问卷，对专业投资者的投资知识、投资经验、风险偏好进行评估，并得出相对应的风险等级。”该两条规定表明了中基协同样持专业投资者可以

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

不进行细化分类的观点。

如果专业投资者可以不进行细化分类，如何理解上述两点？

就第一点而言，如果《适当性办法》对于专业投资者允许不作细化分类的本意是可将专业投资者视为具有最高风险承受能力或者可完全自主判断产品风险是否匹配并作出投资决策，那么对不进行细化分类的专业投资者进行的销售应视为无错配的销售，也就不会触发《适当性办法》第十九条的错配销售程序。例如，中证协《指引》就明确规定：“专业投资者可以购买或接受所有风险等级的产品或服务，法律、行政法规、中国证监会规定及市场、产品或服务对投资者准入有要求的，从其规定和要求。”更何况，就《适当性办法》第八条规定的第二类专业投资者——金融产品而言，对其进行细化分类几乎是没有什么意义的，因为金融产品作为投资者缺乏合适的接受风险承受能力评估的主体，并且能否投资特定资管产品只受限于法律法规规定和产品文件约定的投资限制等客观要素。

就第二点而言，《适用性指导意见》属工作指导性质的文件，且发布时间在前，而《适当性办法》属部门规章，且发布时间在后，根据文件性质和发布时间等差异，《适当性办法》应优于《适用性指导意见》适用。既然《适当性办法》提出了专业投资者和普通投资者的分类，并允许对专业投资者豁免细化分类，基金募集机构按《适当性办法》的规定执行并无不妥。

但需要注意的是，《适当性办法》并非禁止对专业投资者细化分类，而是允许经营机构自主选择分类或者不分类。对于《适当性办法》第八条规定的五类专业投资者，除第一、二、三类专业投资者（以下简称“当然的专业投资者”）外，对于第四类和第五类专业投资者（以下简称“非当然的专业投资者”）而言，在认定专业投资者的程序（见下文分析）和确定是否细化分类方面需审慎论证。非当然的专业投资者实际的风险认知能力和风险承受能力相比当然的专业投资者而言有更大的不确定性，同时这类投资者也是实务中基金投资民事纠纷的“高发群体”，我们建议经营机构更谨慎地考虑对非当然的专业投资者进行细化分类和产品风险匹配。

三．专业投资者的认定程序

根据中基协《指引》的规定，对于符合当然的专业投资者条件的机构或者产品，基金募集机构根据投资者填写的信息表以及所提供的身份信息相关文件，即可确认投资者的身份以及机构或产品性质，并可进一步主动确认投资者是否属于当然的专业投资者。

但对于非当然的专业投资者如何进行认定？中基协《指引》第二十三条规定并未提出对于非当然

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

的专业投资者需要其提供资产证明和投资经历证明。那么对于非当然的专业投资者，是否依据其在投资者信息表中对相关财务条件和投资经历的声明和确认就可以直接和主动的认定？事实上《适当性办法》亦未对非当然的专业投资者认定是否需要提供证明材料以及材料形式作出规定。但考虑以下原因，我们仍然建议要求非当然的专业投资者就其“达标”提供相应的资产证明和投资经历证明更为稳妥：

第一，相比当然的专业投资者，非当然的专业投资者对是否符合专业投资者条件自我认知的可靠程度相对较弱，并且销售流程中投资者受代销机构或者销售人员诱导风险的实际存在会进一步加大投资者作出非真实的自我声明的风险。一旦此类投资者声明不实而被认定为专业投资者，在实际销售过程中未得到充分的警示、告知、错配提示，基金募集机构将面临较大的法律责任风险。

第二，尽管《适当性办法》亦未对非当然的专业投资者认定是否需要提供证明材料以及材料形式作出规定，但《适当性办法》第十二条对于普通投资者申请转化专业投资者提出了需要提供相关证明材料的要求。

第三，参考中证协《指引》的规定，为了便利和规范经营机构采取措施核实非当然专业投资者身份，中证协《指引》第五条规定：“证券经营机构可以要求符合《办法》第八条第（四）、（五）项条件的投资者提供下列材料：（一）法人或其他组织投资者提供的最近一年财务报表、金融资产证明文件、两年以上投资经历的证明材料等；（二）自然人投资者提供的本人金融资产证明文件或近三年收入证明，投资经历或工作证明或职业资格证书等。符合前述条件的投资者经核验属实的，证券经营机构可将其直接认定为专业投资者，并将认定结果书面告知投资者。”

另外，由于专业投资者与普通投资者在投资者保护程度上的差异，对于非当然的专业投资者的认定，我们建议以投资者主动申请或者明示同意被认定为专业投资者为宜。

此外，《适当性办法》第六条所要求了解的投资者信息是无差别适用于所有投资者的，获取专业投资者的风险承受能力相关信息也具有满足该要求的价值和意义。但实践中基金募集机构容易遇到的问题是，专业投资者可能拒绝填写风险评测问卷或者提供风险承受能力相关信息，从而无法满足《适当性办法》第六条规定的获取投资者信息的要求。对于这个问题的处理，我们理解也需区分当然的专业投资者和非当然的专业投资者。对于当然的专业投资者，由于依据其基本身份信息就可以确认为专业投资者，如果基金募集机构选择不专业投资者进行细化分类的话，则无需对投资者进行风险评测，而获取风险承受能力相关的信息也没有实际意义。对于非当然的专业投资者，则取决于经营机构决定是否对此类投资者进行风险承受能力的细分。

四．关于投资者适当性管理与私募基金募集行为管理存在交叉或容易混淆的几个问题

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

(一) 合格投资者

“合格投资者”是私募基金募集行为管理中投资者准入的概念，同样也是广义的投资者适当性管理的内容之一。《适当性办法》第六条要求获取的投资者信息中包括了“法律法规、自律规则规定的投资者准入要求相关信息”，且《适当性办法》第十四条进一步要求了“投资者准入要求包含资产指标的，应当规定投资者在购买产品或者接受服务前一定时期内符合该指标。”

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二条第四款规定：“证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司从事私募基金业务适用本办法”。尽管如此，在私募基金管理规则适用方面，资产管理计划与在中基协备案的私募基金在实践中仍存在较大差异。例如关于“合格投资者”标准的执行，根据《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于 1000 万元的单位；（二）金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。但实际上资产管理计划的管理人往往只根据资产管理计划的监管规定控制投资金额不低于 100 万这一项合格投资者的标准，对于资产状况指标是否进行控制以及控制的方式在实践中都存在很大的差异。

此次中基协通过《指引》的附表参考模板的方式首次确认了资产管理计划也应执行与私募基金相同的合格投资者标准，但由于该参考模板并无强制适用的效力，业内对上述模板可否起到统一私募基金、专户、券商资管的合格投资者标准仍然有较大争议。

(二) 特定对象确认程序

根据中基协发布的《私募投资基金募集行为管理办法》（以下简称“《私募基金募集办法》”），在向投资者推介私募基金之前，募集机构应当采取问卷调查等方式履行特定对象确定程序，对投资者风险识别能力和风险承受能力进行评估，投资者应当以书面形式承诺其符合合格投资者标准。《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》对于证券期货经营机构和销售机构通过互联网媒介进行特定对象的宣传推介也有类似规定。此特定对象确认程序中的投资者风险识别能力和风险承受能力评估是针对投资者是否具备购买私募基金相应的风险识别能力和风险承受能力的概括性评估，而非具体到某一风险承受能力等级的评估。只要通过此概括性的评估，募集机构就可以向其推介私募基金，且不受产品风险等级与投资者风险承受能力是否匹配的限制。

但在《适当性办法》下，募集机构在资产管理计划和私募基金推介前对拟推介对象仅履行《私募基金募集办法》下的特定对象确定程序已经远远不够。募集机构需根据《适当性办法》了解投资

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

者的投资目标，经过风险评测确认投资者的风险承受能力后，方可且仅可以向投资者主动推介与投资者的投资目标和风险承受能力相符的产品。

(三) 回访

《私募基金募集办法》、《适当性办法》和中基协《指引》中均规定了回访制度，甚至回访的内容有较大的相似性，但《私募基金募集办法》中的回访与适当性管理中的回访存在实质性的不同。

回访的效果不同。《私募基金募集办法》下的回访是在投资冷静期满后进行的回访，在回访确认成功前投资者有权解除基金合同。适当性管理中的回访是售后回访，是“对回访时发现的异常情况进行持续跟踪，对异常情况进行核查，存在风险隐患的及时排查，并定期整理总结，以完善投资者适当性制度。”前者目的是赋予投资者回访确认成功前的合同解除权，后者目的是使基金募集机构排查风险、完善投资者适当性制度。

适用范围不同。《私募基金募集办法》下的回访适用于私募基金的募集，适当性管理中的回访将适用于公募基金、资产管理计划和私募基金的销售。

鉴于上述两种不同回访制度的差异，基金募集机构在适当性管理中实施回访时，除按照中基协《指引》第十三条规定的内容进行回访外，还需注意设计完善的回访流程、话术和异常情况的跟踪和处理。由于适当性管理中的回访是售后回访，投资者的购买申请已经获得确认，在事后进行回访时若投资者答复内容显示销售过程募集机构存在未尽适当性义务的，例如受访人称不是投资者本人或未知晓基金的风险等，需及时进行个案跟踪处理，避免出现争议隐患，同时需对相关制度、流程进行梳理排查，及时整改。

另券商资管机构还需注意中证协《指引》和中基协《指引》关于回访内容的差异。中证协《指引》规定的回访内容比中基协《指引》多了“受访人是否按规定填写了《投资者基本信息表》、《投资者风险承受能力评估问卷》等并按要求签署”和“受访人是否已知晓所购买产品或接受服务的业务规则”两项，因此券商资管机构应按照中证协《指引》规定执行。

五. 产品风险等级划分的相关问题

(一) 中基协《指引》下产品风险等级划分的主要方法

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

传统的基金产品风险等级一般依据 2007 年《适用性指导意见》划分为高、中、低三个等级，或者最高、中高、中、中低、最低五个等级，风险等级划分的关注因素偏重于投资方向、范围、比例、持仓、历史业绩和净值波动。传统风险评价划分体系下，传统股票型基金已为最高风险等级，对于主要在《适用性指导意见》发布后涌现的分级基金、参与衍生品交易的基金，公募基金原有的风险等级评价体系已经无法容纳，从而有必要拓宽基金风险划分等级的空间，重构基金风险评价体系。

中基协《指引》提出根据产品风险由低到高的顺序至少划分为 R1、R2、R3、R4、R5 五个等级。在中基协《指引》提供的风险评价因素中，过往业绩和净值的波动率不再是主要因素，重要性排位更前的是对产品结构简单复杂程度的考察，另外投资标的的流动性、衍生品投资策略、估值政策清晰程度、杠杆率水平，都是重要的考察因素。因此，即便是传统股票型基金，即便其净值的历史波动率较高，但因产品结构较简单，投资标的的流动性较好（有公开交易市场）、衍生品投资以对冲为目的，估值政策清晰，杠杆率遵守中国证监会的相关规定，将评价为中基协《指引》规定的 R3 风险等级。如果将 R1 至 R5 五个等级用“高中低”的中文进行描述的话，传统股票型基金所被评价的 R3 等级为中等风险。

如果以传统股票型基金对应 R3 等级为坐标，将其他各类基金的各项评价因素与股票型基金进行比较，可重新定位其他各类基金的风险等级。例如，R4 和 R5 风险等级可能将主要是分级 B 和衍生品投资类的基金。

（二）新评价体系下基金产品风险等级的变化

从上文举例已经可以看出，在新评价体系下基金产品风险等级会发生较大的变化。例如股票型基金将从传统分类中的高风险等级变更为中等风险等级。

下表以主要类别基金产品在传统五级分类体系下的典型风险等级与市场上两家基金评价机构公示的风险评价体系下新的风险等级进行对比：

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

	传统分类		评价机构 A	评价机构 B
股票型	普通	高	R3	R3
	分级 A	低	R3	R3
	分级 B	高	R5	R5
混合型	中至高		R3	R3
债券型	普通	低至中低	R2~R3	R2~R3
	分级 A	低	R3	R3
	分级 B	高	R5	R4~R5
理财、货币	低		R1	R1
保本 避险	低		R1	R3
	无		R2	无
黄金、商品	\		R4	R5

从上表第三方评价机构的评价体系可见，R3 等级可覆盖到混合型和股票型的基金，甚至包括部分可转债基金，R4 和 R5 多为分级基金和商品基金，债券型基金多为 R2，货币基金和理财基金为 R1。我们也查阅了多家基金公司公示的基金产品新的风险等级目录，基本与上表相同。另封闭式基金一般划分为 R3。

新旧体系相比，风险等级变化最大的是股票型基金从最高风险变更为中等风险 (R3)，混合型基金从中至高风险变更为中等风险 (R3)，债券型基金一般维持中低风险 (R2)，部分低风险的债券型基金 (如短债基金) 上调为中低风险 (R2)，货币基金和短期理财基金维持最低风险 (R1)。

(三) 产品风险等级变化的几个影响

1. 与基金合同约定的风险特征不一致

例如，股票型基金通常基金合同约定其风险收益特征为高风险高收益。在新评价体系下股票型基

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

金的风险特征变更为中等风险。我们注意到较多公募基金公司在 7 月 1 日前后陆续公布的新的基金等级目录中，披露了基金风险等级发生的变化，但在已查询范围内未见基金公司就该变化的原因和影响作进一步说明。为避免投资者误解，甚至就新评价等级与基金合同不一致提出质疑，我们建议基金公司就此变化进行适当说明，说明此变化仅仅是因为新旧评价体系的不同而对基金产品的风险等级“标签”进行变更，但并未变更基金既有的风险收益特征。

例如，基金管理人可以采取如下说明性公告方式避免投资者对于基金合同原有风险收益特征条款和该基金最新的 R(*) 风险等级误读：“中国证券投资基金业协会发布《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》，将基金产品或者服务风险等级划分为 R1-R5 五级，并提供相应的划分参考标准。与基金合同中原有的“风险收益特征”主要考虑基金投资方向等投资要素不同，作为一套新的评价体系，上述划分标准涉及的评价要素较广，要求基金产品的销售机构充分考虑流动性、到期时限、杠杆情况、产品的结构复杂性、同类产品过往业绩等多种要素确定产品所属 R1-R5 的级别。……”

2. “新老划断”老客户购买新产品的风险等级

根据中基协的通知，基金募集机构向老客户销售不高于原风险等级的基金的，可以继续进行，不受《适当性办法》实施的影响。该通知要求中的“原风险等级的基金”是指老客户在《适当性办法》实施前已经持有的基金，但该“风险等级”应当是以新的风险等级为准还是以旧风险等级为准？如果老客户继续购买已持有的基金，则无论新旧风险等级皆无影响。但如果老客户购买新基金，这个问题就至关重要了。正常理解，既然《适当性办法》已经施行，风险等级就应该以新风险等级为准。

但值得注意的是，基于上文讨论，R3 等级其实容纳的基金类型是较多的，使得原来部分风险等级低于股票型基金的基金在新评价体系下风险等级与股票型基金相同，都是 R3 等级。例如老客户原持有一只原风险等级为中等风险的保守混合型基金，且风险承受能力与之相匹配。但在新评价体系下，该基金与其他股票型基金均为 R3，因此按照前述理解，募集机构在向其销售股票型基金时就可以不用执行《适当性办法》。这样一种理解的结果恐有风险隐患，且中国证监会《关于实施〈证券期货投资者适当性管理办法〉的规定》明确规定：“经营机构应当按照《办法》要求，对新开立账户或接受服务的客户以及购买新产品或接受新服务的老客户进行分类、评估、匹配及动态管理，建立投资者评估数据库，严格落实适当性管理制度。”

我们的建议是，对于老客户追加申购已持有的基金或者继续办理定投，可以不受《适当性办法》影响，老客户新购买与已持有的基金类型和风险特征相同的基金，也可算符合中基协通知的本意，但如果老客户新购买与已持有基金的基金类型和风险特征存在明显差异的基金，即便风险等级相

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

同，也应当谨慎考虑是否应执行《适当性办法》的程序。

也正是因为新评价体系下 R3 等级可容纳的基金类别较多，而 R4 和 R5 的基金数量较少（即便分级基金有较多存量，也会逐步缩减并不会再有增量），所以基金产品主流的风险等级为 R1、R2 和 R3，实际上相比传统的五级分类的风险等级体系缩小了，对于类型多样的公募基金产品来说，R1 至 R3 的主要风险等级体系反倒不是那么精确了。不过中基协《指引》也提出了“基金募集机构可以根据实际情况在前款所列等级的基础上进一步进行风险细分”，因此将 R1 至 R5 作为风险等级一级目录，在此基础上细化二级目录是更值得未来深入研究和讨论的基金风险等级划分方案。

3. 《适当性办法》第二十条“高风险产品”的理解

《适当性办法》第二十条规定：“经营机构向普通投资者销售高风险产品或者提供相关服务，应当履行特别的注意义务，包括制定专门的工作程序，追加了解相关信息，告知特别的风险点，给予普通投资者更多的考虑时间，或者增加回访频次等。”

对于该规定，一方面讨论较多的是如何履行上述各项特别的注意义务，另一方面争议较大的是如何定义“高风险产品”，特别是当股票型基金的风险等级变更为 R3/ 中等风险后，如果将销售股票型基金这样一类传统高风险产品排除在需要履行特别注意义务以外，有些合规人员从常识上觉得不太容易接受，但如果将“高风险产品”的范围扩展到 R3，又担心需要履行特别注意义务的范围过宽。

如果关注《适当性办法》的另外一个条款——第十七条，应该可以对于“高风险产品”有一个更加准确的判断。《适当性办法》第十七条规定：“产品或者服务存在下列因素的，应当审慎评估其风险等级：……（六）自律组织认定的高风险产品或者服务”。该规定中同样也出现了“高风险产品”，将高风险产品作为审慎评估风险等级的因素，而中基协《指引》第四十一条对应规定基金产品存在若干因素的，要审慎评估其风险等级，其中较多要素直接与 R4 和 R5 等级的认定要素相关，并且保留了“协会认定的高风险基金产品”的口子。从中基协提供的参考风险等级来看，虽然没有采用“高中低”的中文表述，而是采用字母加编码的方式，但无疑若转换为中文表述，R5 应为高风险，最多连带 R4，而 R3 应为中等风险。

因此，我们对于《适当性办法》第二十条中“高风险产品”的理解，若狭窄一点应指 R5，更谨慎一点可以包括 R4，但没有必要包括 R3。

六. 风险承受能力最低类别投资者

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

根据中基协《指引》，风险承受能力最低类别投资者为不具有完全民事行为能力，或者没有风险容忍度或者不愿承受任何投资损失，或者符合法律、行政法规规定的其他情形的自然人。

不具有完全民事行为能力的自然人包括未满十八周岁的未成年人（十六周岁以上的未成年人，以自己的劳动收入为主要生活来源的除外）以及不能辨认或不能完全辨认自己行为的自然人。但需要注意的是，《中华人民共和国信托法》第十九条规定：“委托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人或者依法成立的其他组织”。对于以信托关系为基础的契约式基金而言，其投资者即为信托意义上的委托人（通过交易转让取得基金份额的持有人除外）。因此从投资者适当性管理角度，不具有完全民事行为能力的自然人作为风险承受能力最低类别的投资者，仅可购买与其风险承受能力相适应的金融产品，但从《中华人民共和国信托法》的角度，不具有完全民事行为能力的自然人并不是合格的投资者。即便不具有完全民事行为能力的自然人通过其法定代理人进行代理交易，也不会改变委托人不具有完全民事行为能力的客观情况。

对于如何理解风险承受能力最低类别投资者的第二种情形也略有争议。任何基金产品都存在风险，即便是风险度最低的货币市场基金或者是有保本或避险安排的保本基金和避险基金。如果投资者的风险容忍度为零，没有承受任何投资损失的意愿，有什么产品的风险等级是能与这样的风险承受能力相匹配的？如果就基金产品的销售而言，风险承受能力最低类别的投资者的制度安排是至少使得其可以购买货币市场基金，那么对风险承受能力最低类别投资者的第二种情形的调查内容可能需要微调，将零风险容忍度调整为极低风险容忍度。这一调整相比中基协《指引》提供的标准，略扩大了风险承受能力最低类别投资者的范围，但对于投资者保护和基金募集机构的风险防范都是增益的。

除前述两种情形外，建议关注高龄客户，将一定年龄以上的客户直接列为风险承受能力最低类别投资者。

最后讨论风险承受能力最低类别的投资者的产品风险匹配问题。通常而言，风险承受能力最低类别的投资者是 C1 等级客户中的一类自然人，而非 C1 等级的全部客户。而 C1 对应的产品风险等级为 R1，R1 通常包括货币市场基金和短期理财基金。那么对于风险承受能力最低类别投资者，是否可以购买 R1 的全部基金？从《适当性办法》来说，基金募集机构只能向风险承受能力最低类别的投资者销售风险等级不高于其风险承受能力的产品，但由于风险承受能力最低类别的投资者相当于 C1 等级的二级分类，而 R1 属产品风险等级的一级分类，R1 与风险承受能力最低类别的投资者并不能构建对应的匹配关系。有鉴于此，且考虑到短期理财基金在产品结构复杂程度和产品本身的流动性方面与货币市场基金的差异，我们建议对于风险承受能力最低类别的投资者只考虑销售货币市场基金。

关于《证券期货投资者适当性管理办法》及相关指引适用的若干实务问题

如需进一步信息，请联系：

作者	
黎 明 电话：(86 21) 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	安 冬 电话：(86 21) 3135 8725 desmond.an@linkslaw.com
上海	
韩 炯 电话：(86 21) 3135 8778 christophe.han@linkslaw.com	秦悦民 电话：(86 21) 3135 8668 charles.qin@linkslaw.com
俞卫锋 电话：(86 21) 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话：(86 21) 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
娄斐弘 电话：(86 21) 3135 8783 nicholas.lou@linkslaw.com	夏 亮 电话：(86 21) 3135 8769 tomy.xia@linkslaw.com
黎 明 电话：(86 21) 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	俞佳琦 电话：(86 21) 3135 8793 elva.yu@linkslaw.com
安 冬 电话：(86 21) 3135 8725 desmond.an@linkslaw.com	
北京	
王利民 电话：(86 10) 8519 2266 leo.wang@linkslaw.com	高 云 电话：(86 10) 8519 1625 monica.gao@linkslaw.com
香港（与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营）	
俞卫锋 电话：(86 21) 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话：(86 21) 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com

© 通力律师事务所 2017