

# 投资者分类研究

## 投资者分类概述

投资者适当性是确保向投资者提供的产品与服务适合投资者的个人投资目标、风险承受能力等的重要制度性保障。为实现所提供的金融产品或服务与投资者之间的适配，对投资者进行分类是与产品分类同样至为关键的一项重要制度性举措，也是确保金融产品或服务“适当”的核心要素。

投资者进行投资一方面在于寻求良好的投资回报，同时也要求满足其个人需求并确保为将来积累财富的安全。必须承认的是市场中的投资者各不相同，具体差异可能表现为个体情况、投资目标、目前生活状况及风险承受能力等方面。这在客观上要求提供金融产品或服务的金融机构应区分并根据投资者的个别情况，判断其所属的投资者类别，并向其提供具有针对性与适当性的定制服务。

实施投资者适当性制度，也是金融机构使其在国内居民投资理财需求日益多元化的市场中，提升服务水平、为投资者提供更具个性化的投资服务并能够在今后市场竞争中取得优势的关键举措。

## 投资者分类的国际经验

全球金融业在本世纪初的十几年间经历了深刻变革。为保护投资者在日趋激励的金融机构竞争中不受损害，全球主要资本市场相继采取措施加强并完善包括投资者适当性规则在内的金融监管理念与制度建设，对投资者分类进行立法调整是其中较为重要的部分。

## 一、欧盟《金融工具指令》中的投资者分类

在欧盟层面，《金融工具指令》（MIFID）及其执行指令（2006/73/EC）是调整投资者适当性的主要规范性文件。

为保护投资者利益，MIFID 规定设立投资公司应当获得授权，并且遵守与商业行为有关的监管规则。MIFID 认可投资者在知识、技能及投资经验等方面存在差异，并在其监管要求中有所体现。作为评估 MIFID 商事行为制度的两项重要内容，适当性和适合性是从事投资组合管理，投资建议及单纯执行投资者指令业务的公司应当遵守的新的额外规定。

为更好地履行指令关于投资者适当性的要求，在欧盟成员国境内从事相关业务活动的投资公司应当按照指令中规定的内容对不同类型投资者给予相应的法律保护。具体而言，MIFID 将投资者分为零售投资者与专业投资者两类。此外，在上述分类之外的第三类则是仅适用于有限商业交易范围内的合格对手方。事实上，MIFID 正是通过投资者分类体现投资者间的差异，并明确投资公司应当遵守的具体监管义务。“合格对手方”、“专业投资者”、“零售投资者”三类投资者受到法律保护的程度依次增强。零售投资者是指未被看作是专业投资者的任何投资者，因此，被法律给予最完善的监管保护。如果投资者既非专业投资者也不是合格对手方，那么其作为零售投资者是应当在接受相关服务之前通过适当性和适合性评估的。专业投资者是指更具投资经验、投资知识且能够评估自身风险承受能力的投资者。MIFID 规定，凡符合相关条件的投资者均被自动视为专业投资者，包括所有属于合格对手方的主体加上其他诸如，以投资金融工具为主要经营活动的机构投资者。与零售投资者不同，专业投资者所受到的监管保护相

对较少。

“合格对手方”被看作是“最成熟”的投资者或者资本市场参与者，具体范围如何在实践中由成员国进行界定。

上述投资者分类之间并非绝对排斥。根据 MiFID 规定，自然人投资者被看作是“零售投资者”，但在特定情况下也可以主张作为有能力承担投资风险的“专业投资者”，即“可选择的专业投资者”。指令的 Level 2 中详细地规定了投资公司应当对零售投资者承担保护义务，第 19(6) 条还对在受监管的市场中寻求执行非成熟金融工具交易的零售投资者做出了重要的例外性规定。指令的第 19(5) 条规定了特定情形下免除投资公司对零售投资者的适当性评估要求。该条文几乎相当于允许零售投资者在诸如雷达投资或者 E-Trade 这样的投资公司开户，并在指令所规定的有限范围内对投资组合进行管理，从而无需投资公司向其提供专业的投资顾问服务。这种情况对投资者而言意味着较低的交易费用。

## 二、英国有关投资者分类的监管规定

英国有关投资者分类的制度体系是由欧盟《金融工具指令》、以 2000 年《金融服务和市场法》和 2001 年《金融促进条例》等为代表的法律和英国金融服务局（FSA）制定的规则构建的。

根据欧盟指令规定，成员国应当在 2007 年 1 月 31 日前完成立法以落实《金融工具指令》的规定。因此，FSA（与财政部一同）对英国立法及包括 COB 监管手册在内的监管要求进行调整。英国的金融机构在向投资者提供投资服务或者与投资有关的辅助性服务时，必须对投资者进行分类，确定欲从事交易的投资者属于合格交易对手方、中间客户和私人客户中的何种。其中，英国金融管理局此前执行的有关

投资者分类的监管规则（主要规定在 COB 中）与 MIFID 中投资者分类的规定在很大程度上具有相似性，但也存在以下几方面的主要差异：

### （一）投资者分类之间的界限

MIFID 中三类投资者之间的差异与 COB 相关条款是不同的。根据 FSA 监管手册（COB 4.1 投资者分类），投资者被分为三类，即个人投资者，中间客户及市场对手方。因而，在对 COB 规定进行调整以与 MIFID 规定相符合的同时，有些投资者将被给予与其现有分类不同的监管保护。根据 COB，个人投资者是指非成熟的投资者。与 MIFID 给予此类投资者相应的监管保护一致的是，个人投资者由于具有的投资经验相对较少，因而被给予比其他投资者更为充分的法律保护，即最大程度的法律保护；中间客户是指投资经验更为丰富，通常拥有相当的投资经验或者有能力在支付了对价之后获得有偿的专业投资建议；市场对手方是指具有金融产品知识和市场投资经验的投资者。具体而言，市场对手方其既可以是在 COB 框架内相当成熟而不需要任何监管保护的投资者，也可以是跨专业领域进行交易的对手方（主要是经授权的公司）。与 COB 对于“市场对手方”的规定不同，MIFID 中的合格投资人能够从事有限范围的投资活动。对于其他 MIFID 商业活动而言，被 COB 认定为“市场对手方”的投资者根据 MIFID 规定属于“专业投资者”。需要指出的是，根据 COB 规则的规定，投资公司在经过定性评估后确定投资者具有充分的投资经验且能被作为中间投资者时应尽合理注意。

### （二）投资者分类标准及程序上的调整

与 MIFID 的规定一致的是，COB 也允许投资者可以主张作为与其默认或者最初分类不同的其他类型投资者的地位，以获得额外的或者

更少的法律保护。然而，COB 中有关投资者主张不同分类的标准及相应的程序性规定与 MIFID 有所差异。尤其是，MIFID 引入了零售投资者主张作为专业投资者地位时适用的定量评估。根据 MIFID 规定，投资公司应当告知投资者其享有主张不同分类的权利，以及相应的在监管保护方面受到限制的事项。MIFID 也规定在特定情形下，成员国有关专业投资者的法律将决定专业投资者是否能被作为“合格投资人”对待。

### （三）COB 主张更多的零售投资者

MIFID 引入了一项投资“大事业”的新的定量门槛及对主张作为专业投资者的零售投资者应当通过的定量评估。这些规定中所设定的要求比此前 COB 中的规定要更为严格，而 FSA 则期待有更多的投资者作为 MIFID 中的零售投资者，这个范围应当比根据 COB 的规定作为个人投资者的人数要多得多。

此外，MIFID 有关实质性商事行为的规定也与 COB 中的规定存在差异。比如，最佳执行、适当性及有关信息披露的规定适用于专业投资者从事的商业活动；而根据 COB 规定，中间客户可以选择不遵守这些要求。MIFID 也规定，在与合格对手方进行交易时，应适用有关利益冲突方面的要求，而此前 COB 有关利益冲突的规定则不适用于与市场对手方进行的交易。

## 三、美国法中的投资者分类

作为最早对投资者适当性进行调整的国家，美国通过1933年《证券法》、1934年《证券交易法》和1940年《投资公司法》规定了有关投资者分类的内容。《证券法》D规则的501款将可接受投资者细分为可接受的机构投资者与可接受的自然人投资者。其中，可接受的机构

投资者一般包括：(1)银行、保险公司、注册的投资公司、企业发展公司或小企业投资公司；(2)雇员退休收入保障法中的雇员福利计划，并且是由银行、保险公司或注册的投资公司作为投资顾问，或者该计划的总资产超过500万美元；(3)慈善组织、公司或合伙，并且总资产超过500万美元；(4)股东全部由适格投资者组成的商业机构；(5)总资产超过500万美元的信托（但不是专为购买该证券而设立的信托），并有专业人士负责投资。

可接受的自然人投资者则必须满足以下条件：

其一，该自然人应是证券发行公司（投资公司）的董事、执行官员或者普通合伙人；

其二，该自然人投资者（或与其配偶一起）必须拥有净资产100万美元以上，或者最近两年所得平均超过20万美元；

其三，这些自然人与配偶最近2年总收入应达到平均每年30万美元以上，而且当年收入经合理预期也可以达到往年水平。

此外，具有特定资历的投资者主要指具有专业的教育背景、职业、商业经验、投资经验、谈判磋商能力的投资者，但是在发行人的一次募集当中，上述投资者不能超过35人。

事实上，在各项具体的业务中，也有与之对应的投资者分类的规定。诸如，1990年修订的美国《证券法》第144条对参与私募发行的投资者适当性进行调整，明确只有两类投资人有资格参与私募认购，其一为合格投资人，另一为非合格投资人，而后者本身或者受托人具备商务或财务专业的投资背景。这种规定在实质上表明，参与私募认购的投资者应当财力雄厚，且足以承担相应的投资风险。

#### 四、新加坡《证券与期货法》中的投资者分类

新加坡金融管理局（简称“金管局”）根据《证券与期货法》中合格投资者的概念进行审查。根据金管局对投资者分类的规定，以确定金融产品的分销与营销并界定投资者的地位。

尤其值得注意的是，投资者分类主要根据其个人收入和净资产进行，而作为分类前提的基本假设既可以是投资者精通财政，也可以是合格投资者能够自金融机构获得相应的非合格投资者所不能获取的资源。此前发生的诸如星展银行高级票据，雷曼迷你债券之类的涉及结构性产品投资亏损的纠纷也已经通过将投资者划分为脆弱的投资者和合格投资者而予以解决。但是，金管局在将投资者进行粗略划分的同时可能忽略了这样的事实，即几乎没有任何资源可以提供给合格投资者。更为重要的是，将具有较高净资产的个人投资者默认为精通财政者的假设本身存在的瑕疵。比如，一个善于经营的小商贩可能在打理其摊位账户上十分精通，但可能不比其他任何人了解更多关于复杂金融产品的投资知识。这样看，即使是作为“合格投资者”的投资者也往往会对金融顾问提供的合理性建议产生深深信赖。基于此，除非“合格投资者”拥有比非合格投资者更丰富的实践经验或者金融知识，否则金管局将对根据财富将投资者划分为合格投资者或非合格投资者的做法是否过于武断进行审查，以确保公正性。<sup>1</sup>

#### 五、日本法中的投资者分类

在步入21世纪之后的10余年间，日本在深刻反思97亚洲金融危机教训的基础上，积极完善各自的金融市场体制，推动金融市场化改革和金融监管体制改革。2007年日本颁布了《金融商品交易法》就，并

<sup>1</sup> Malcolm Wong. 'Review classification of investors'. *The Straits Times*. Feb 18, 2009.

对投资者分类、金融商品分类、销售适当性等内容进行调整。

该法根据投资者的知识、经验和财力，将投资者分为专业投资者（如国家、央行、金融机构、有价证券余额为10亿日元以上的法人或者个人）、可变更的专业投资者（如上市公司、资本金在5亿元以上的股份公司、外国公司等）、可变更的一般投资者（如净资产达到3亿日元以上并且投资资产在3亿日元以上的个人和其他法人）与一般投资者。此外，该法第40条规定，金融从业人员不能在不适合客户的知识、经验、财产状况、交易目的情况下向客户推荐产品，从而导致投资者利益受损。业务员在业务开展过程应采取适当措施确保客户信息得到适当处理，避免业务运作损害公众利益和投资者利益。在交易不同金融商品或接受不同金融服务时，满足一定条件的“可变更的专业投资者”可以申请将其确认为“一般投资者”；满足一定条件的“可变更的一般投资者”可以申请将其确认为“专业投资者”。这与欧盟法中投资者分类的从上规则和从下规则非常类似。在与不同类别投资者进行交易时，金融交易从业者须遵守不同行为规则，否则，个人投资者可向金融机构主张其违反适当性原则行为的赔偿责任。

不同于美国主要以自律规则形式调整投资者适当性，日本将其上升至基本法律规范之中，这与日本当时的立法环境及背景密不可分。在意识到规范金融产品、金融交易行为以及投资者保护必要性与迫切性的前提下，日本政府意图构建适应经济全球化趋势，以投资性金融商品为调整对象的统一金融法。此外，日本投资者适当性法律规范的立法技术及方法与其投资者结构老龄化特征、投资者投资行为极度吻合。

## 小 结

经上文梳理可知，目前各主要资本市场国家或以法律，或以规则的形式对投资者分类加以调整，并在以下方面具有相似之处：

一是根据投资者的性质，将投资者大致分为自然人投资者与机构投资者；

二是对投资者进行分类时所选取的标准包括投资经验、相关金融知识、风险承受能力等主观判断要素；

三是投资者分类时参考的其他诸如，根据财产数额确定投资者的风险承受能力，进而做出相应分类，财产数额与投资者的风险承受能力间被假定具有正相关性。

此外，在投资者分类中，各国立法均呈现出显著地对“零售投资者”予以格外关注并给予特殊保护的立场，但是目前尚缺乏对于“零售客户”的确切界定。诸如，在欧盟，MIFID将任何非“机构”或非“专业”的投资人都看作是零售客户。德国保险业则要求零售客户必须是“自然人”、有限合伙或一般合伙。也有国家在特定情形下将自然人开立的账户视为“非零售”的，如，客户自愿选择作为“专业性”客户，愿意遵从某些客观标准。<sup>2</sup>因此，留待思考并加以解决的问题即是：为实现向投资者，尤其是数额庞大，且风险承受能力存在较大差异的个人投资者提供“适当的”金融投资产品或者服务，如何对其进一步具体进行划分。这对于证券公司而言非常重要。

赵晓钧

<sup>2</sup> 侯幼萍、程红星，“境外金融产品投资中的客户适当性制度比较”，载《证券市场导报》2010年第2期。