

## 巴西资本市场投资者保护与教育工作经验

作为新兴经济体代表和“金砖”五国之一，巴西近十年来经历了经济上的长足发展。随着生活水平的不断提升和公众财富的逐步积累，加之利率逐年走低，巴西民众以储蓄为主的传统理财观念正在发生转变，资本市场的吸引力越来越大。以巴西最主要的股票市场 Bovespa（隶属于巴西证券期货交易所 BM&FBOVESPA，简称巴交所）为例，其 2011 年共拥有活跃投资者 61.12 万户，其中散户（retail investor）58.32 万户，占总数的 95.4%，交易额占 Bovespa 市场 2011 年全年交易总额的 21.5%。<sup>1</sup>尽管交易量占比不高，但呈现增长势头，散户在巴西资本市场中的角色不容忽视，对其权益进行保护的需求日益凸显。这也成为近年巴西资本市场监管工作的重点之一。

在巴西现行资本市场监管体系中，政府机构、自律监管机构和交易所分别承担投资者保护与教育职能，角色各有侧重，相关实践也不尽相同。本文将介绍巴西在投资者保护与教育工作的经验，并探讨巴西经验对我国的启示，以资借鉴。

### 一、投资者保护

#### （一）CVM（巴西证监会）

<sup>1</sup> 参见 2012 Reference Form Version 4, BM&FBOVESPA S.A., December 12, 2012. p48.

巴西资本市场和金融体系由巴西国家货币委员会、巴西央行和巴西证监会等政府机构实施监管。其中，作为资本市场最主要的监管机构，隶属于财政部的巴西证监会（CVM）拥有依法监管公众公司、经纪商等市场主体的行政权力，并负责对可能有损资本市场或投资者的违规行为进行制裁，保护投资者的合法权益免受侵害。

### 1. CVM 工作体制

面对巴西市场投资者普遍欠缺金融知识、投资者权益屡受侵害的市场现况，CVM 近年来专门设立了投资者教育与援助部，负责向投资者提供保护和援助，维护市场诚实信用，接受投资者投诉和救济、投资者教育等具体工作。

### 2. CVM 投诉处理

CVM 承担向遭受不法侵害的投资者提供保护和援助的职责。CVM 鼓励投资者举报上市公司、经纪商等市场主体的不法行为，并指派专人应答投资者的投诉，根据投资者的指控决定是否启动行政措施，以及对相关不法交易行为展开调查。在不法行为查实后，CVM 依法对行为人处以警告、罚款、吊销营业执照等惩戒措施。

### 3. 《投资者权利清单》

为更好保护投资者的合法权益，CVM 归纳并发布了《投资者权利清单》<sup>2</sup>（Investor's Bill of Rights）。这份清单是纲领性的

---

<sup>2</sup> 参见 <http://www.cvm.gov.br/ingl/indexing.asp>

投资者权利保护文件，详细列明了投资者在现实交易中享有的七个方面权利：

### **(1) 知情权**

知情权包括五方面内容：

一是投资机会。经纪商应当在充分考虑投资者的可用资本和风险偏好的基础上，向投资者说明可能的投资机会；

二是现行规则。经纪商应当告知投资者与其从事投资领域相关的一切必要信息、经营资格和行业通行做法，以及投资者可以获得的法律救济方法；

三是各项衍生权利。经纪商应告知投资者诸如，股息、红利、拆细、合并，以及投票权等其投资所衍生的附加利益等权利内容；

四是投资回报和风险。经纪商应尽可能明确地告知投资者其预期投资回报可能存在的风险，及完全实现收益的不确定性；

五是交易费用。经纪商应向投资者明确说明参与投资的相关费用，投资者有权不支付事先未被告知或者未经协商的交易费用。

### **(2) 询问权**

即投资者有权针对其将参与的投资、交易和有关经纪商的信息进行询问。

### **(3) 自主决策权**

即投资者的意愿应当得到充分尊重。当投资者做出了投资决策且完成资金结算后，经纪商不能将资金投向投资者意愿之外的

其他领域。

#### **(4) 信息取阅权**

即从上市公司或投资基金处获取信息的权利。投资者有权通过询问上市公司投资者关系管理部门、交易所以及 CVM，获取做出投资决策所需的上市公司相关信息。上述机构应尽力让投资者充分知晓投资风险和成本信息。

#### **(5) 事先阅知合同的权利**

投资者有权清楚地知晓相关投资合同的存在。经纪商制定的合同条款应当清晰明了，并严格遵守合同约定。

#### **(6) 收取投资凭证的权利**

投资者有权在完成结算后，立即获得经纪商所提供的股票和债券等投资相关凭证。

#### **(7) 投诉权**

当权益受到损害时，投资者有权向其签约经纪商、交易所、场外市场或证券市场监管机构投诉。

### **(二) BSM**

在筹划上市过程中，巴交所为避免上市公司和监管机构双重角色间的利益冲突，将其自律监管职能部门从上市公司主体中独立出来，并于 2007 年成立了承担 BM&FBOVESPA 市场自律监管职能的独立实体——BSM (BM&FBOVESPA Supervisao de Mercados S A)。BSM 的股权由巴交所（占 99.99%）和巴交所结算银行（占 0.01%）共同持有，承担监控证券市场交易及交易各

方的职责，并有权对内幕交易和市场操纵等不法行为实施惩戒。在投资者保护方面，**BSM** 不仅应就市场上的不法行为向投资者发出警告，还主要负责管理“投资者赔偿机制”。

### 1. 投资者赔偿机制

投资者赔偿机制根据 **CVM** 第 461/07 号指令建立，旨在补偿投资者因经纪商不当行为或者托管不当服务遭受的损失。其基金分别来源于 **BOVESPA** 和 **BM&F** 两个市场的经纪商。

### 2. 投资者索赔条件和限制

投资者根据通过投资者赔偿机制获得赔偿应当满足一定的条件。诸如，投资者须在经纪商不当行为之日起 18 个月内提出索赔请求；相关行为应发生在 **BM&FBOVESPA** 市场中等；单笔索赔请求不得超过 7 万里尔。

投资者提出索赔请求，无须支付相关费用。

### 3. 投资者索赔处理

对于投资者提出的索赔请求，可能有四种处理结果，包括做出补偿裁决、驳回索赔请求、达成和解或投资者撤回请求。**BSM** 根据投资者提出的索赔请求，对损失数额做出独立判断，并据此确定补偿额（一般会为实际损失的 100%，但不超过 7 万里尔）。投资者可以就 **BSM** 做出的补偿裁决向 **CVM** 申诉，这也是唯一可以对 **BSM** 做出的决定申诉的情形。

在最终裁决做出后，**BSM** 首先应从基金中拨付给投资者，然后再向不法行为人索取相同金额的款项，补入基金（注：发生

在同一天，但有先后次序。在行为人破产等极端情况下，该赔付额最终将由该基金支付）。

2012 年全年，**BSM** 受理的投资者索赔案件共 150 件，其中 16% 得到 **BSM** 补偿判决，57% 被驳回，5% 和解或撤回，剩下的 21% 仍未结案。

## 二、投资者教育

### （一）**CVM**

除投资者保护外，向广大公众开展投资者教育是 **CVM** 投资者教育与援助部的另一大主要职能。**CVM** 发挥在全国范围内调配资源的能力，在巴西各地区开展投资者教育工作，其工作模式主要包括：

- （1）启用免费电话热线应答服务，接受投资者投诉和问询；
- （2）在全国各地巡回开展地方性会议，通过投资者教育工程，向大众传递证券市场信息和 **CVM** 市场角色；
- （3）在全国各大高校开展投资者教育讲座，向学生宣传 **CVM** 活动及市场角色；
- （4）编辑宣传册、投资者指南等投资者教育材料，并向投资者免费发放；
- （5）在 **CVM** 官方网站上建立投资者教育和援助部专题网站，提供《投资者保护和援助指南》、《投资者权利清单》以及其他投资理财相关的宣传资料。

## （二）BSM

相比体制健全的投资者赔偿机制，BSM 在投资者教育方面的职能较为单一，主要表现在针对市场主体的不法行为向投资者提出建议或警示。基于自身享有的自律监管职能，BSM 在对 BM&FBOVESPA 市场主体和交易行为进行监控和执法的过程中，能更加敏锐地发现投资者合法权益受到不法侵害的模式或迹象，从而采取行动加以预防。

此外，BSM 还密切配合 CVM、巴交所以及其他监管机构的投资者教育工作，进行研究性工作以推进完善投资者教育和保护的标准等。

## （三）巴交所

在 2008 年完成股权合并和业务整合后，巴交所成为集股权、政府债券、ETFs、金融及商品衍生品和其他金融工具等产品在内的大型一体化交易所，在巴西资本市场中扮演着举足轻重的角色。

在投资者保护和教育方面，巴交所的工作更侧重于后者。针对国内市场多年高利率下形成的消费大于投资的社会文化，巴交所格外关注“金融大众化”教育，近年来依托“教育学院”等体制，大力开展投资理财常识的推广普及，在巴西民众中努力培育理财文化和投资理念，以转变传统储蓄式理财的思维模式。

### 1. 教育学院

巴交所设置“教育学院”(Educational Institute)<sup>3</sup>，承担投资者教育工作。教育学院致力于向包括公众投资者、证券从业专业人员、纪经商、监管者、创业家在内的市场各方主体传播有关证券、衍生品市场的专业知识。

作为拉丁美洲地区主要的证券及衍生品投资知识传播中心，巴交所教育学院已有 20 年历史，所有师资均为证券、衍生品市场上专业从业人员，累计培训对象超过 50000 人。学院基础设施包括位于在圣保罗市和里约市的教室(有些课程也会租用外部教室)、图书馆、大会议厅以及一个行政支持中心。

学院还设有专业图书馆，配有计算机、学习和阅读室，拥有超过 18000 多册共计 8500 种的图书、期刊、多媒体资料、论文集等。学员可以免费借阅书籍，还可以借助在线课程进行学习，或选课，进行学习管理等。

学院目前主要提供以下四类课程，分别向公众投资者、证券及衍生品市场专业人士和市场监管者提供短期培训和学院课程。学院还可向金融机构或者非金融机构提供内训课程。

### (1) 投资者课程

向公众投资者提供的课程内容包括：股票市场简介、宏观经济基础知识、公司基本面及技术面分析、税务、投资组合管理以及衍生品、固定收益产品的基础知识介绍。上述课程的收费较低，一般只覆盖师资费用、教材费用以及场地租用费用等。

---

<sup>3</sup> 网址：[www.bmfbovespa.com.br/educacional](http://www.bmfbovespa.com.br/educacional)

## （2）证券及衍生品专业人士课程

此类课程主要面向来自经纪商、银行、投资基金以及上市公司等市场专业人员，内容也非常专业，主要涉及资本市场、衍生品、外汇市场、固定收益产品市场以及风险管理。学院还向专业人士提供针对巴交所相关交易、清算系统资格认证的课程以及后续培训。

## （3）创业者课程

开设此类课程的长期目的是为了培育企业家文化。学院向各种规模的企业，无论是私人还是公众公司，提供包括公司治理、企业价值创造、进入资本市场、领导力等方面的课程。

## （4）MBA 项目

MBA 项目于 2009 年引入，是为市场专业人士提供的，专注于资本市场和衍生品、风险管理等特定领域。通过与大学研究院合作办学，教育学院为完成课程的学员颁发 MBA 学位。

## 2. 公众活动

### （1）交易所开放日活动

巴交所为所外机构和公众安排了由专人引导的交易所参观活动，并设置了内容丰富的参观行程。为提升参观效果，巴交所将旧交易大厅改建成为专门的“游客中心”，并设有 3D 电影、交易台、咖啡厅和文化中心等，还布置了全年免费开放的金融文化展览，让访客能在寓教于乐中充分认识资本市场全局。

目前，巴交所已吸引了超过 713000 人参加该类活动。

## (2) 巴交所挑战赛 (BM&FBOVESPA Challenge)

巴交所挑战赛是巴交所主办的大型教育性竞赛，截至 2012 年已举办了 7 届。参与者为来自圣保罗州各大公立和私立初、高中的青年，活动提供他们展示股票市场理论知识和操作技术的平台，最终决出的优胜者将获得 ipad、笔记本电脑和国际旅游等奖励。

截至 2011 年底，已有 399 家学校注册参加此活动，其中大多数为公立学校，有 210 家学校连年参加。

## (3) “巴交所走近你”活动 (BM&FBOVESPA Goes to You)

“巴交所走近你”是巴交所市场推广的常规活动，以宣传小货车为载体，每辆车配套 4 至 5 人，主要前往海滩、乡村等休闲场所和人流聚集地，向广大民众传递基本市场知识、解释巴交所运作、推广公司产品。此外，这项活动还注重向民众传达“投资股票市场就是为国家发展做贡献，为促进就业做贡献”的理念。

截至 2012 年底，已有 673721 人参加该活动。

### 3. 宣传推广

#### (1) 电视台宣传

巴交所与多家电视媒体合作，制作多档特色电视节目：比如 **Cultura** 频道每周六下午 2 点的金融教育电视节目<sup>4</sup>，聚焦包括个人理财和股票、CDB、银行存款、国债、基金等各类投资主题；巴交所与 **Futura** 频道联合制作的“落袋为安” (Money in the

<sup>4</sup> 网址：[www.tveducacaofinanceira.com.br](http://www.tveducacaofinanceira.com.br)

Pocket) 游戏则是一档金融教育题材的青年竞技游戏节目。

## (2) “妇女在行动”网站<sup>5</sup> (Women in Action)

“妇女在行动”是巴交所定位于女性受众的金融教育网站。女性用户可登陆该项目网站,浏览关于个人开支控制和金融教育小窍门的视频、文本、excel 表格等,以及关于金融教育的交易所课程等独家内容。

该网站的内容非常注重实用性和针对性,目前已累积约 30 万访问量。

## (3) “交易所大家子”网站 (Exchange Crew)<sup>6</sup>

“交易所大家子”是巴交所面向 7 到 11 岁儿童提供金融知识教育的网站。儿童或家长可登陆该网站,观看两季长的《Porco 和 Magro》卡通片和其他教育视频。

目前,该网站注册儿童数量约 8500 名,累积 12.2 万访问量。

## 4. 模拟交易系统<sup>7</sup>

巴交所已建立起股票市场模拟系统、衍生品市场模拟系统和国债市场模拟系统三大模拟交易系统平台,总共拥有超过 160 万注册用户数。

上述模拟系统均使用市场真实数据运作,每周六模拟系统都将连接到巴交所交易系统。加之模拟证券买卖的网络平台与真实市场中使用的家用经纪客户端高度相似,因此,能给参与者带来置身真实市场中交易的逼真感,受到参与者的普遍欢迎。

<sup>5</sup> 网址: [www.bmfbovespa.com.br/mulheres](http://www.bmfbovespa.com.br/mulheres)

<sup>6</sup> 网址: [www.turmadabolsa.com.br](http://www.turmadabolsa.com.br)

<sup>7</sup> 网址: [www.bmfbovespa.com.br/simuladores](http://www.bmfbovespa.com.br/simuladores)

## 四、巴西经验的启示

我国与巴西同为新兴市场国家，尽管在投资者数量和结构方面差异很大，但两国证券市场现阶段面临的市场成熟度、公众投资者投资理念等问题都存在相似之处。因此，在对投资者、特别是公众投资者提供保护和教育服务方面，巴西的工作体制和丰富实践，对于我们具有一定的启示意义。

### （一）明确法律保障，树立权利纲领

投资者保护是一项全方位、系统性的基础工程，需要成熟齐备的法律法规的有效保障。CVM 提出的纲领性文件《投资者权利清单》，作为投资者保护的风向标，对推动各方市场主体更加重视保护投资者权利起到了重要作用，也让投资者能一目了然地知晓自身权利的具体内容。

我国现行《证券法》等法律制度中，投资者保护的相关内容还有较大完善空间。因此，可以考虑从制度设计的源头上加大投资者保护的力度，比如，推动《证券法》的修订，增设“投资者保护”专章等，凸显投资者保护工作的重要地位，进一步明确投资者的权利和义务，并进而制定落实相应的配套制度。

### （二）强化整体效能，发挥机构合力

投资者保护需要市场各方主体自上而下、层次分明的分工协作。作为行政监管机构的 CVM 和作为市场自律监管机构的 BSM，在巴西市场投资者保护制度中各司其职，有效发挥了各自

优势。在我国现行的证券市场格局下，行政监管和行业自律监管紧密结合，证监会、证券业协会、证券投资者保护基金公司、中证投资者发展中心等机构与交易所一同承担投资者保护和教育的职责，彼此间工作难免存在交叉甚至重叠。因此，要强化整体效能，就要进一步厘清各主体的职责和分工、理顺关系，然后才能对投资者保护和教育工作进行通盘考虑，便于统筹协调，促进各单位之间的深度配合。

同时，投资者保护和教育离不开市场主体的共同努力。除上市公司、证券公司、基金公司作为投资者教育工作的重要推动力量和有机参与者，交易所开展投教工作，也可以充分发挥平台优势，团结和整合来自市场各方的力量，例如通过聚拢券商专家资源、建设投教“专家平台”等，形成合力。

### **（三）加强媒体合作，建设投教品牌**

媒体是交易所联系大众投资者群体的最有效、最广泛的渠道。进一步加强交易所与媒体之间的合作关系，要牢牢把握住电视台等媒体的渠道和话语权。例如，今年上交所启动的“我是股东”——中小投资者走进上市公司活动，就在传统纸媒外，尝试启用新的宣传模式，通过电视、网站、自媒体等渠道进行全媒体互动式推广，得到热烈反响。此外，建设投教“媒体平台”、为所内外相关专家参与电视访谈类节目创造机会、联合制作关于我所各项证券投资产品的教育类专题节目等，都是创新投教宣传模式的可行思路。

广泛的媒体宣传可以为投教工作品牌建设打下良好基础。除此之外，还可以将交易所投教品牌建设和文化建设相结合，例如设计推广我所投教工作的统一口号，并在现有的投教类群体活动、征文、年度评选等活动中，注重收集投教故事，争取汇编成集、冠名出版。另外，巴交所与高校的合作经验也值得借鉴，可以考虑在条件成熟时，联合高校推出上交所品牌的进修班或MBA等高级别项目。

#### （四）贴近特定群体，丰富公众交流

目前，交易所投教工作的内容还有精细化的空间。在针对高校学生、退休人群等特定社会阶层进行专题调研、充分了解需求的基础上，交易所可分门别类，开展更有针对性、更有效的投教工作，比如对高校学生侧重技术和操作性，对退休人士侧重稳定的投资收益等。工作手段可包括建设专题网站，设计专项理财知识培训课程，以及推出区别性的团体活动等。

此外，交易所现有的面向公众的开放日活动，还需进一步提升软硬件条件。比如，通过改建交易大厅、增配影音设备等，争取打造固定化的常规参观活动模块，并提升活动路线的连贯性和吸引力；在模拟交易环节添加竞赛元素，为优胜者颁发有吸引力的奖品等。

彭泓博、万建强