复杂金融产品的投资者利益保护研究
——以境外结构化产品的发展经验为鉴

胡锡莎　吴昭翼　付治宽

摘　要　近年来，随着中国资本市场改革发展和基础制度不断健全，投资者的多样化和个性化投资需求得到更好的满足，金融机构提供的金融产品日益丰富，有的金融产品呈现出一定的复杂化趋势。复杂金融产品带来的信息不对称等问题，对投资者利益保护提出更高要求，这既关乎投资者的财富保值增值，也关系到复杂金融产品市场能否行稳致远。本文介绍了境外金融机构通过发行结构化产品来满足各类投资者资产配置需求的实践做法，梳理了境外监管机构对复杂金融产品投资者保护思路的演变，重点阐述投资者适当性制度、全产品生命周期的产品治理机制、监管机构对产品的干预权力等举措的做法。在中国特色现代化资本市场建设中，为更好地保护投资者利益，提高其参与资本市场的获得感，本文建议，促进投资者依法合规参与结构化产品交易，加强适当性管理和销售行为管控，探索结构化产品全过程风险管控机制。

关键词　投资者保护　结构化产品　适当性　产品治理

一、引言

近年来，我国资本市场稳步发展，制度供给更加健全，现货、期货和衍生品市场交易品种更加完备，金融产品供给日渐丰富，更好地匹配了众多投资者的财富管理、风险管理需求。伴随着投资者的个性化、精细化、跨资产配置的需求更加强烈，以及金融机构不断提高综合服务能力，促使部分金融产品亦呈现复杂化趋势。复杂金融产品发展过程中，不可避免地存在金融机构与投资者之间的信息不对称问题，如何在尊重市场需求客观性的同时做好投资者特别是零售投资者的利益保护，一直是境外金融监管的重要课题。我国《全国法院民商事审判工作会议纪要》要求金融机构在推介金融产品和服务时需要承担适当性义务，确保适当的产品销售给适合的金融消费者，资本市场各项制度规则也非常重视投资者适当性管理和利益保护。本文将以结构化产品为例，分析复杂金融产品存在市场需求的必然性和合理性，并梳理了国际证监会组织（IOSCO）和主要国家及地区关于复杂金融产品监管思路的演进和具体举措。最后结合我国资本市场发展现状，尝试提出如何促使结构化产品在保障投资者合法权益的范围内，更好地匹配投资者资产配置、风险管理需求的相关建议。

胡锡莎，华泰证券股份有限公司金融创新部总经理；吴昭翼，华泰证券股份有限公司金融创新部数字化创新团队负责人；付治宽，华泰证券股份有限公司金融创新部。本文系个人观点，与所在机构无关。

二、复杂金融产品发展

随着金融理论、期权定价理论和信息技术的发展，以及投资者需求的多样化和风险偏好的多元化，金融产品的设计呈现出越来越复杂的趋势（Awrey, 2012）。IOSCO将复杂金融产品定义为，其条款、特征和风险不太可能被一般消费者所理解，且结构复杂、难于估值，包括但不限于结构化产品、信贷挂钩产品、股票挂钩工具、资产支持证券、抵押支持证券和其他金融衍生工具等。香港证监会《网上分销及投资咨询平台指引》将复杂金融产品定义为，由于结构复杂，致令其条款、特点及风险在合理情况下不大可能会被零售投资者理解的投资产品。尽管对复杂金融产品的定义或划分存在差异[①]，但主要司法辖区的监管机构均将结构化产品认定为复杂金融产品。根据数据提供商（Structured Retail Product，SRP）统计，截至2023年末全球结构化产品规模达到2.2万亿美元，亚太地区、欧洲、美洲市场分别为9 960亿、5 880亿和5 480亿美元。本文以结构化产品为例，剖析其运作模式，以及驱动其发展的深层次原因。

（一）结构化产品的基本运作

结构化产品是在约定期限内兑付利息、挂钩证券、指数、汇率、大宗商品等特定基础资产价格的金融产品，是结合了固定收益产品和金融衍生品特征的债务融资工具，收益表现取决于基础资产的未来价格路径且具有不确定性，基本运作模式可归纳为五个方面。①**产品发行，**结构化产品一般由银行、证券公司等金融机构（或其子公司、SPV[②]）通过公开或私募方式发行，发行人负责设计产品结构、制定条款、模型定价。②**产品销售，**结构化产品由销售方将产品销售给终端投资者，销售方可能是发行人、发行人分支机构或其子公司，也可能是与发行人无关联关系的其他金融机构、投资顾问等。③**产品结构，**衍生品结构、基础资产类型纷繁多样，可以根据投资者需求定制，按照风险水平由低到高，大致可以分为本金保障型、收益增强型、收益参与型和杠杆型产品。④**信用评级，**专业评级机构会根据发行方的财务实力、担保承诺和产品结构等对产品作出信用评级，帮助投资者评估信用风险。⑤**投资文件，**投资者购买结构化产品一般无须签署场外衍生品交易主协议，但需要签署专门的认购协议和风险揭示文件等。

（二）结构化产品发展的主要原因

20世纪90年代之后，结构化产品在美国、欧洲获得广泛发展，而后迅速扩展至亚洲市场，发展有其必然性。①**顺应丰富资产配置的财富管理趋势。**结构化产品挂钩各类资产，可以内嵌多样化衍生品结构，丰富了金融产品体系，满足了各类投资者对丰富资产配置、提高投资效率的合理需求。②**可满足投资者精细化风险管理需求。**结构化产品可以通过定制化的收益结构，帮助投资者管理与标的资产价格相

① 欧盟MiFID对非复杂金融产品进行了兜底式列举，除了货币市场工具、股票、可转让证券集合资管计划之外的，都属于复杂金融产品。

② 特殊目的机构（SPV）是为了特定目的而设立的法律实体，通常由金融机构或一般企业设立。SPV的主要目的是通过发行结构性产品来转移风险、融资或管理资产。

关联的市场风险，服务日益精细化、个性化的风险管理需求。**③低利率环境下可提供较高收益。**20 世纪 90 年代以来，主要经济体都曾经历过较长的低利率时期，结构化产品发行人可以通过波动率交易为投资者提供较高的预期收益，实现长期投资目标，市场接受程度逐渐提高。因此，结构化产品得到了各类投资者的青睐，不管是专业投资者还是零售投资者都将结构化产品作为一类重要的财富配置方式。

三、境外复杂金融产品投资者保护思路的演进

境外监管机构在认可结构化产品存在必要性的前提下，不断探索演进投资者保护的思路，以促进其更为健康平稳地发展。最初，境外监管机构认识到对于一款金融产品，投资者要作出“理性”的决定，需要具有足够充分产品信息，因此投资者保护以信息披露制度为核心，重点着力于规范产品销售环节的信息公开，提升产品透明度，以保障投资者对于金融产品的知情权，缓解交易双方的信息不对称。在充分信息披露的基础上，境外监管进一步强调投资者适当性制度建设，即以投资者分类为基础，着重规范金融机构向非专业投资者销售复杂金融产品的行为，确保金融产品和投资者之间的匹配。

但在实践中发现，投资者遭受不当损失的情形仍然无法有效避免。例如，金融危机中雷曼迷你债（Minibond Series）最终诱发风险，造成香港市场大范围的零售投资者损失，损害了市场信心。传统投资者保护理论认为，提升产品透明度的保护方式是以投资者作为“理性人”为假设前提，认为理性投资者能够根据信息披露作出适当的投资决策。但有的金融产品具有复杂性和高度专业性，天然存在较高的投资认知门槛，特别是对于自然人投资者，其专业知识、投资经验有限，往往缺乏能力去理解、评估繁杂的产品文件和法律条款，模糊了风险意识，错误高估自己的能力，从而容易作出不符合自身利益和风险承受能力的决策（孙天琦，2014）。同时，大多数非上市复杂金融产品流动性较差，市场风险、信用风险、操作风险交织，自然人投资者对此缺乏专业认知和风险管理技能。英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）[①] 在 2015 年针对零售结构化产品的投资者调查研究也证明 [②]，零售投资者容易高估结构化产品的投资收益，难以理解产品细节和评估产品表现。

除自然人投资者对自身专业度的错误认知外，导致投资者遭受不当损失的原因还有以下两点。一方面与结构化产品的复杂产品设计、规则设置可能不够严谨有关，在复杂性之下掩藏着设计缺陷，构成损害投资者利益的风险隐患，而投资者购买产品次数少，难以给金融机构施加压力来改

① 2013年，英国在金融服务局（Financial Service Authority, FSA）基础上成立金融行为监管局（FCA），关于产品治理、产品干预的职能由FSA转移至FCA。

② Structured products thematic Review of Development and Governance（FCA,2015）显示，调研机构Ignition House对100名投资者开展每人60~90分钟的面对面调研，并给投资者提供产品资料来检验他们对产品特点的理解和收益预期。

善产品质量；另一方面在金融机构盈利导向的驱动下，对销售人员的激励机制不合理，导致发生违反公平交易原则、履行适当性义务不到位、销售行为失当的情况，损害了投资者利益。上述问题往往在投资者利益受损之后才暴露，风险处置工作又耗费大量监管资源和企业成本。

由此，境外监管机构认识到，传统的以投资者评估和信息披露为抓手的保护措施存在“失灵”，无法有效保护投资者利益（邹青松，2022），有必要将复杂金融产品纳入更严格的监管，部分国家及地区建立了包含产品研发、产品销售、售后服务全产品周期的行为规范框架，规范对象从销售方上溯扩展至产品发行人。此外，监管机构原是在发生不当销售和投资者遭受损失后才采取干预措施，但为防范损害投资者利益和风险扩大，也出现了赋予监管机构在满足一定条件时可在复杂金融产品全生命周期内采取干预措施权力的监管趋势。

四、境外复杂金融产品投资者保护

（一）建立健全投资者适当性制度

投资者适当性制度主要包括相互关联的两个部分：一是设立合理的投资者分类机制；二是明确金融机构在销售环节的适当性管理义务。

1. 投资者分类机制

投资者分类的目的是实施差异化的保护措施，适当性义务重点适用于风险识别和承担能力偏弱的非专业投资者，金融机构将资源和精力置于非专业投资者的适当性评估，给予其倾斜性保护，对专业投资者则简化或豁免适当性义务。

例如，美国金融业监管局（FINRA）[①]要求会员将投资者分为机构投资者和零售投资者，会员重点对零售投资者履行适当性义务。如果机构投资者属于“合格投资者”，即会员有理由确信该机构投资者有能力独立评估投资风险、自主判断推荐建议，会员可以豁免对合格投资者的适当性义务。又如，欧盟2014年修订后的《金融工具市场指令》（MiFID II）规定将投资者分为专业投资者和普通投资者，专业投资者又细分出专业能力更强的合格投资者，金融机构可以对合格投资者豁免适当性义务。欧盟市场投资者类型可以相互转化，普通投资者经过金融机构的必要评估程序，可以转化为专业投资者，以简化适当性程序和提高交易效率。

2. 销售的适当性义务

根据IOSCO于2013年发布的《复杂金融产品销售的适当性义务》[②]，金融机构在销售结构化产品等复杂金融产品的过程中，一方面应履行充分的信息披露，揭示利益冲突风险，确保投资者能够获取并理解产品信息和风险的前提下做出理性的投资决策；另一方面金融机构在充分了解投资者必要信息的基础上，提供与其投资目标、风险偏好和损失承担能力相匹配的产品，主动限制不合格投资者购买结构化产

① 2007年7月，NASD及NYSE会员监管、执行和仲裁部门合并成立了金融业监管局（FINRA），成为美国最大的非政府证券业自律监管机构，监管证券经纪商。

② IOSCO, ‘Suitability Requirements with Respect To the Distribution of Complex Financial Priducts’ (Jan, 2013) .

品，使之远离不能承受之风险。美国、欧洲[①]、日韩[②]等都专门制定了金融机构销售适当性义务规定，关注金融机构在结构化产品销售环节适当性的风险。相比于下文所提及的部分国家和地区转向产品全生命周期的监管治理路线，美国监管侧重强化结构化产品在销售中的投资者适当性义务，因此本部分主要介绍以美国相关制度要求。

20世纪90年代之后美国衍生品市场快速发展，促进了结构化产品市场兴起。美国监管机构并未在资产规模、投资经验等方面设置硬性的投资者门槛，而是不断强化结构化产品在销售中的投资者适当性义务。美国市场结构化产品主要采用非公开发行方式，免于向美国证券交易委员（SEC）注册登记，规范要求主要体现在自律组织的规则层面。2005—2012年，针对结构化产品向自然人投资者的广泛销售，全国证券交易商协会（NASD）、FINRA尤其关注投资者的潜在风险和利益保护，为此出台了多份自律指导文件[③]，督促经纪商或交易商遵守公平交易原则，履行适当性义务，规范销售行为，加强与投资者之间的沟通，有针对性地强调各类产品风险，并加强相关从业人员培训教育（表1[④]）。

在原则性要求层面，2012年，FINRA在整合NASD和纽约证券交易所（NYSE）相关适当性规则基础上，形成“了解客户规则”（Know Your Customer, Rule 2090）和“适当性义务规则”（Suitability Obligations, Rule 2111），要求经纪商或交易商向投资者推荐产品时勤勉尽责，确保金融产品和投资者之间的匹配程度。其中，Rule 2090要求及时更新客户信息、遵守全程记录留痕等规定，Rule 2111体现公平交易原则和客户利益最佳原则，具体包括合理依据、客户特定化和数量适当性三项义务（表2），其中前两项属于定性标准，第三项属于定量标准。SEC在2019年6月公布了最佳利益规则（Regulation Best Interest）[⑤]，要求金融机构向零售投资者

① 2006年7月，欧盟颁布的《金融工具市场指令》（MiFID I）及配套执行规定，通过规范投资公司的金融工具销售活动，构建了投资者适当性规则框架。2014年修订的MiFID II进一步完善适当性制度，要求通过了解客户和适当性评估，实现金融产品或服务与投资者之间的匹配，具体体现在25.2条款，即投资公司在向客户提供投资建议或者投资组合管理服务时，必须收集客户或潜在客户的财务状况、投资目标、损失承担能力、对金融产品或服务相匹配的投资知识及投资经验等方面的必要信息；投资公司开展适当性评估，评估投资建议是否符合客户的投资目标，客户能否承受与其投资目标一致的投资风险，客户是否具有必要的投资经验及知识，以理解交易涉及的风险，并在此基础之上，向其推荐适合的投资服务和金融工具。

② 韩国金融委员会（Financial Services Commmison, FSC）于2019年12月发布的《加强高风险投资产品的投资者保护措施》明确了复杂产品定义，强调不当销售风险，明确处罚规定，还限制银行渠道销售的高度复杂产品种类。2022年日本金融服务管理局（Japan’s Financial Authority, FSA）发现部分发行人向不具备相应金融知识、运用退休金投资的老年人在内的个人投资者，销售杠杆较高、风险管理属性不足、风险承受能力不匹配的结构化产品，致使部分投资者遭受亏损，于是对结构性产品的销售过程展开调查，参见https://www.risk.net/derivatives/7956991/japan-autocall-curbs-upend-nikkei-vol。

③ 包括NASD, ‘Notice to Members 05-59’ Structured Products(Sep, 2005);FINRA, ‘Regulatory Notice 10-09’ Reverse convertible(Feb,2010);FINRA, ‘Regulatory Notice 09-73’ Principal-Protected Notes(Dec, 2009);FINRA, ‘Regulatory Notice 10-51’ Commodity Future-Linked Securities(Oct,2010).

④ 表1~4，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

⑤ SEC‚Regulation Best Interest:The Broker-Dealer Standard of Conduct’(Jun.2019).

推荐金融产品，必须符合投资者的最佳利益，不能将自身利益置于投资者利益之上（表 2）。

在具体要求层面，2012 年 FINRA 发布的《加强复杂产品监管通知》[①]形成了较为完整的监管思路，明确内嵌衍生品、难以理解、收益高度不确定的产品属于复杂产品[②]，要求经纪商或交易商面向零售投资者加强销售行为管控。**①履行合理依据义务。**要求销售方充分了解产品特征、风险、流动性，理解产品在正常和极端市况下的表现；了解产品复杂性是否影响透明度和理解能力，是否会造成经纪商与投资者之间的利益冲突；销售之前要执行内部审批和合规程序，明确目标投资者群体和不适合群体。**②跟踪产品表现和销售。**定期评估市场条件变化对产品表现和投资者风险的影响；定期审查是否只有符合资格的销售人员销售复杂产品；加强对销售人员的培训，使其理解复杂产品的原理、风险和特点，理解底层资产的特征、历史表现等。**③投资者评估和准入。**销售时要考虑投资者的投资经验和风险承担能力；推荐内嵌衍生品的复杂产品时，鼓励经纪商或交易商要求投资者符合场内期权交易资格、拥有场内期权账户，如果投资者没有场内期权账户的，经纪商应当通过设立流程来确保向其销售复杂产品是适当的；明确向投资者揭示，复杂产品可能提供不同程度的本金保护，但有限的本金保护不能充分证明该产品适合于投资者。此外，还包括与投资者沟通方面的监管要求。

（二）双支点、全周期的产品治理机制

IOSCO、英国 FCA 和欧盟 MiFID II 提出了新的产品治理（Product Governance）机制，即由销售方承担适当性义务的“单支点”模式调整为由产品发行人和销售方共同承担规定义务的“双支点”模式。发行人除关注产品研发设计之外，还要承担更多具有“销售属性”的义务，包括确定目标投资者、建立销售方选择机制、向销售方提供充分信息、从销售方汇集投资者意见、监测产品销售和运行情况等。这本质上是由发行人在结构化产品全生命周期内发挥主导作用，还要为销售方提供指导和支持。另外，销售方除履行投资者适当性义务之外，还要承担具有“产品属性”的义务，包括理解产品特征、对产品开展独立分析、检验定价合理性、理解压力测试结果等，并保持与发行人的信息交互。

1.IOSCO 的建议

2013 年，IOSCO 发布《零售结构化产品监管报告》[③]，提出将监管范围从销售环节延伸至产品设计环节，强调结构化产品的发行人和销售方都应将投资者利益置于首位，通过建立工作程序或机制，确保将结构化产品销售给适当的目标投资者，其中针对发行人的责任建议提出以下要求。①发行人在产品设计阶段就应确认目标客群和考虑其利益保护。②执行产品设计的内部审批程序，内部审批要充分考虑产品

① FINRA,‘Regulatory Notice 12-03’ Heightened supervisoon of complex products(Jan,2012)。

② FINRA列举的复杂产品种类包括但不限于：资产证券化产品；内嵌衍生品结构、收益取决于基础资产的结构化产品（收益率随时间递减产品steepener notes，投资者卖出看跌期权reverse convertible notes，自动敲入敲出结构产品autocallables）；带区间累计结构的产品；带有多只指数最差表现结构的产品（worst-of）。

③ IOSCO,‘Regulation of Retail Structured Pruducts Final Report’(Dec, 2013).

内部控制、目标客群利益、利益冲突管控等，以及是否开展了压力测试、模型检验等。③发行人应建立销售方选择机制，选择合适的销售方，评估销售路径是否契合目标市场；以书面合同方式与销售者约定责任，保证销售方能够履行投资者适当性要求；及时收集分析销售数据，评估销售执行效果等。

2. 英国的要求

2011 年 1 月，英国金融服务局（Financial Service Authority, FSA）公布《产品规制讨论稿》[①]，认为结构化产品发行人开展的产品特征设计、产品表现预期、营销推广策略、持续监测等工作直接或间接影响投资者利益保护，为此首次提出了产品治理的基本原理和监管框架，覆盖产品研发设计、制定销售策略、产品销售、售后服务的整个生命周期。

2012 年，FCA 发布结构化产品治理方面的监管文件《零售产品发展和治理：结构化产品报告》[②]，形成了比较清晰的产品治理监管框架，为对结构化产品的发行人提出更多要求（表 3），主要表现在三个方面。**①产品设计方面，**要求发行人确定目标投资者群体，建立产品内部审批程序，采取压力测试等。**②销售渠道方面，**发行人要了解销售方专业水平和展业质量，据此提供必要合理的产品信息；跟踪销售方是否向目标投资者销售；评估销售方表现，必要时限制销售方数量或者及时终止某个销售渠道。**③售后服务方面，**发行人要跟踪产品表现、及时采取应对措施，提供产品赎回渠道、合理计算赎回价值。

2015 年，FCA 在持续关注监管要求执行情况基础上，发布了《结构化产品发展和治理报告》[③]，指出金融机构展业仍与监管要求存在差距，存在发行人对销售方的持续跟踪不足，不掌握产品最终是否向目标投资者销售；发行人过度依赖销售方确认目标投资者，增加了不当销售风险；产品发行程序游离于合规或审计监控之外；发行人重视产品盈利而忽略目标投资者需求等问题。

3. 欧盟的治理

欧盟的 MiFID II 在法律层面引入了产品治理机制。2017 年 3 月根据 MiFID II 的授权，欧盟委员会发布委员会细化了产品治理要求，其对产品治理机制的定义为，在结构化产品的设计、销售、售后的整个生命周期内，将投资者利益置于首位，加强发行人和销售方的责任义务，实现金融产品与目标投资者群体的合理匹配。

结构化产品在欧洲证券与市场管理局（ESMA）监管下发行和交易，不同国家和地区的监管机构参与其中。为更好地指导行业落实产品治理要求，ESMA 于 2014 年发布《零售结构化产品—产品治理的最佳实践》[④]，总结各成员国对零售结构化产品进行全过程管理的经验做法。2017

---

① FSA, ‘Discussion Paper’ Product Intervention,DP11/1.(Jan. 2011).
② FSA, ‘Retail Product Development and Governance:Structured Product Review’ (Mar. 2012).
③ FCA, ‘Structured Products: Thematic Review of Product Development and Governance’ (Mar. 2015).
④ ESMA,‘Structured Retail Product- Good practices for product governnace arrangements’ (Mar,2014).

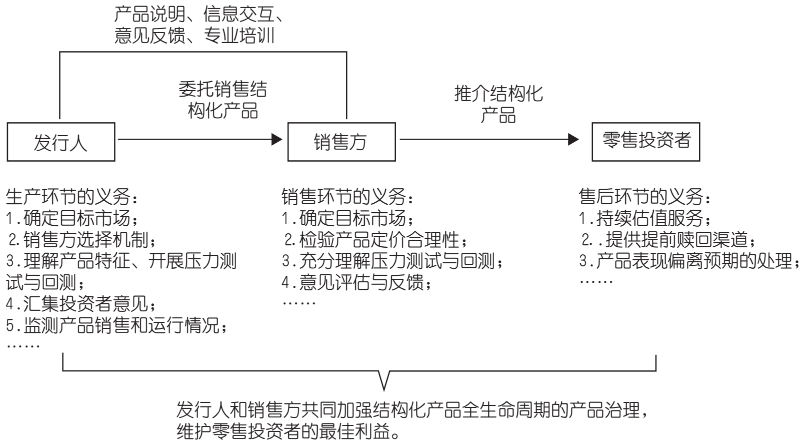

图 1　ESMA 产品治理机制下各方责任义务

年，ESMA 发布《最终报告：产品治理义务的监管指引》①，从而明确了监管标准（表4），相对 IOSCO 和英国的治理措施更加全面细致。

ESMA 关于产品治理的监管要求覆盖产品设计、产品销售、售后服务三大环节（图 1）。①发行人承担产品研发设计的相关义务。发行人确定目标市场，建立销售方选择机制，建立与销售方的信息互换机制，深刻理解产品特征和开展压力测试、回测等。②销售方承担销售环节的相关义务。销售方从发行人获得充分信息，开展目标投资者的适当性评估，检验产品定价是否合理，充分理解压力测试和回测等。③双方共同承担售后环节的多项义务。包括持续提供估值服务，提供产品赎回渠道，在产品表现偏离预期时采取应对措施、减少投资者损失等。此外，为提高零售市场的产品透明度，2016 年 12 月生效的《打包零售投资和保险投资产品的监管要求》② 要求打包零售金融产品的发行人必须制作关键信息文件并提供给零售投资者，内容包括产品关键特征、风险以及产品对比情况等。

（三）监管机构对产品的干预权力

除采取产品治理机制外，IOSCO、英国和欧盟还认为应建立基于产品全生命周期的干预机制。一方面，监管机构可以及时限制某类复杂金融产品的销售活动，或者限制向某类投资者进行推介；另一方面，重视产品自身的结构复杂性、产品设计的安全性和合理性问题，对于过度复杂的金融产品，允许监管机构采取事前限制或禁止措施。

2013 年，IOSCO 提出扩大监管机构干预权力的建议，在《复杂金融产品销售的适当义务》中提出，为防止不当销售问题，监管机构应当有权力禁止或限制金融机构推荐某类产品，或者禁止向某类投资者推荐过度复杂金融产品，在《零售结构化产品监管报告》中建议监管机构应当有权力采取禁止或限制产品发行的措施，

① ESMA, ‘Final report on guidelines on MiFID II product governance requirements’ (Jun, 2017).

② ESMA, ‘The Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation’ (Dec,2016).

也可以对结构化产品能否发行实施事前审批，将监管干预“关口”前移。

英国和欧盟在相关制度中已引入覆盖产品全生命周期的干预机制。例如，在规定情形下，比如金融产品本身存在不利于金融投资者的特征、发生大范围的不当销售、产品未面向合适投资者销售时，英国 FCA 可以限制某类金融产品向全部或部分投资者的推广和销售。又如，欧盟对产品干预机制的定义为，当监管机构认定某一产品因其特征或者业务活动，存在损害投资者利益的情况时，可以对其发行和交易采取禁止或限制措施。随着金融工具的快速创新和日益复杂化，欧盟委员会在 MiFID II 的立法建议中提出，授权成员国监管机构可在 ESMA 的协调下无限期地禁止特定活动、产品或服务，并授权 ESMA 在特定情况下实施临时禁令。MiFID II 的配套法规《欧盟金融工具市场监管》（MiFIR）第 42 条对行使产品干预权做出规定，监管机构可以禁止或限制某些金融产品或具有某些独特特征的金融产品的推广、销售行为，也可以禁止或限制某种类型的金融活动或业务。需要特别强调的是，欧盟也担心产品干预机制会导致道德风险、监管资源不足、降低创新积极性、妨碍投资者自由选择的问题，也担心投资者将损失归咎于监管，影响其对监管机构的信心。为此，MiFIR 强调该权力的适用须遵循“最后手段原则”，只有当既有的欧盟监管规定并不足以解决风险且该风险难以通过改善监管或执行现有规定得以更好地解决时，监管机构才能启用产品干预机制。欧盟于 2016 年 5 月颁布委员会授权指令，详细列举了部分触发干预权的 22 项标准和要素。

在具体监管实践中，部分欧洲国家曾要求金融机构暂停向零售投资者推介那些具有“毫无必要复杂性”的结构化产品。例如，比利时金融服务和市场监管局（Financial Services and Markets Authority，FSMA）要求金融机构暂停向金融资产低于 50 万欧元的零售投资者销售“特别复杂”的结构化产品。①法国金融市场管理局（Autorité des Marchés Financiers, AMF）认为高度复杂产品容易引发不当销售风险，虽然没有禁止销售此类产品，但要求金融机构向零售投资者推介时必须突出标识“AMF 认为该产品过度复杂可能不适合向零售投资者销售”。②

五、促进国内结构化产品良性发展的建议

2024 年 4 月，国务院印发的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10 号）提出，必须践行金融为民的理念，突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护

① FSMA, ‘Moratorium on the Distribution of Particularly Complex Structured Products’ (Sep,26.2011) . FSMA认为，金融危机的教训表明，不能只是加强产品透明度和强调金融机构行为规范，更要从产品本身角度规范复杂金融产品。秉持投资者利益优先的理念，FSMA要求金融机构自愿签署承诺，暂停向持有存款、金融产品合计规模低于50万欧元的零售投资者销售复杂结构化产品。判断产品是否“特别复杂”有四项基本标准：基础资产不容易获得；因下行风险和上行收益不对称、障碍点位导致价值突变、有条件的本金保护等，导致投资策略过于复杂；损益计算公式数量超过3个；缺少成本、信用风险、市场价值等充分信息。

② AMF,Marketing of Complex Fianncial Instruments, (May, 2010) .

投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求。保护投资者关系到居民切身利益，提高其对资本市场和经济发展的信心，是推动高质量发展和站稳人民立场的应有之义。如何能够既保障投资者理性投资结构化产品，合理满足资产配置和风险管理需求，又能够趋利避害保护其合法权益，是资本市场发展需要面对的重要问题。为此，借鉴境外复杂金融产品特别是结构化产品的发展经验，提出以下政策建议。

一是督促各类投资者依法合规参与衍生品交易。我国衍生品市场正处于稳步发展阶段，相关规章制度不断健全，符合监管规定条件的投资者均可以依法合规使用衍生品开展风险管理和资产配置。鉴于结构化产品往往内嵌衍生品结构，其发行和交易首先应当符合衍生品领域的监管要求，参照衍生品进行统计监测和风险防范，以此为前提，建议保障适格投资者通过结构化产品实现其财富管理、风险管理的合理需求，这是金融机构扎实服务财富管理、服务实体经济的重要内容。

二是金融机构严格履行适当性义务和销售行为管控。首先，金融机构严格开展结构化产品的适当性管理，措施可包括识别投资者身份和交易目的、建立对投资者尤其是自然人投资者的评估机制、建立产品的风险评级体系，可以借鉴境外经验研究设立冷静期规则[①]，确保投资者具有适当的风险理解和承担能力。**其次，**在销售行为管控方面，除了加强销售人员培训、规范投资者沟通、倡导公平交易文化等措施之外，根本上要优化销售业绩评价方式，避免为短期业绩而产生不当销售行为。**最后，**对于资产管理计划参与结构化产品交易的，资管计划的管理人及销售机构应加强对委托人的适当性义务，避免让委托人承担过度风险。

三是探索复杂金融产品的全生命周期风险管控机制。借鉴国际监管对复杂金融产品实施产品治理机制的经验，**一方面，**在结构化产品研发环节加强事前监管，限制产品过度复杂化和限制过度投机，引导产品设计朝着管理风险、配置资源、服务实体经济的方向倾斜，如有必要可以对创新品种采取事前审批，保持创新与风险管控的平衡。**另一方面，**以投资者利益保护为导向，强化作为结构化产品发行人和销售方的金融机构的义务，包括完善产品审核程序、谨慎选择销售方、明确目标客户群体、跟踪产品销售的适当性情况和持续提供估值等售后服务。N

学术编辑：张毓

① 香港证监会2015年发布生效的《非上市结构性投资产品守则》为非上市结构化产品引入了“冷静期”。就预定投资期限超过一年的结构化产品，发行人必须赋予投资者与该产品相关的冷静期或平仓权利，冷静期至少为五个营业日。

参考文献

[1] 陈洁.证券公司违反投资者适当性原则的民事责任[J].证券市场导报,2012(2):10.

[2] 刘卫锋.韩国资本市场法上投资者适当性原则及其启示[J].金融法苑,2016(1):175-188.

[3] 刘力帆.美国投资者适当性规则修订溯因[J].金融法苑, 2020(3):63-81.

[4] 汪涵,郑全宇.投资者适当性管理的经验借鉴——基于境外发达国家的比较分析[C]//创新与发展:中国证券业2017年论文集.2018.

[5] 邹青松.复杂金融产品规制的理念、构造及启示——基于域外金融监管范式变迁的考察[J].法治论坛,2022(1):223-238.

[6] 周德洋.复杂金融产品的监管挑战[J].中国金融,2020(7):3.

[7] 赵晓钧.中国资本市场投资者适当性规则的完善——兼论《证券法》中投资者适当性规则的构建[J].证券市场导报,2012(2):8.

[8] 孙天琦.金融消费者保护:行为经济学的理论解析与政策建议[J].金融监管研究,2014(4):32-56.

[9] Awrey D.Complexity,innovation and the regulation of modern financial markets[J].Harvard Business Law Review,2012,2.

Research on Complex Financial Productions and the Protection of Investor Interests:The Overseas Experience in the Development of Structured Products

HU Xisha WU Zhaoyi FU Zhikuan

(Derivatives & Product Innovation Department of Huatai Securities Co., Ltd.)

Abstract In recent years,with the reform and development of China's capital market and the continuous improvement of its underlying systems,the diversified and personalized investment needs of investors have been better satisfied,and the financial products offered by financial institutions have become increasingly diverse,with some exhibiting a trend towards greater complexity.The information asymmetry and other issues arising from complex financial products pose higher requirements for investor protection,which is crucial not only for the appreciation of investors' wealth but also for the sustainable development of the market for such complex financial products.This article introduces the practices of overseas financial institutions in meeting the asset allocation needs of various investors through the issuance of structured products.It also outlines the evolution of overseas regulatory approaches to protecting investor interests when using complex financial products.It also focuses on measures such as investor suitability management,product governance mechanisms throughout the product lifecycle,and regulatory authorities' intervention rights. In order to better protect investor interests in the construction of a modern capital market with Chinese characteristics,this article suggests promoting investor participation in structured product transactions in compliance with regulations,strengthening suitability management and control over sales behaviors,and exploring mechanisms for risk control throughout the entire lifecycle of structured products.

Keywords Investor Protection, Structured Product, Suitability, Product Governance

JEL Classification G14 K13 M31