

证券零售行业市场最终分析报告*

国际证券委员会组织董事会 2023 年 4 月发布

薛前强** 李璐*** 宋子璇****译

报告概要:影响散户投资者的不当行为和有害做法仍然是持续存在的全球性问题。有害做法涉及一系列行为。一方面,无意的甚至是合法的行为都可能对散户投资者造成伤害;另一方面,蓄意和有针对性的不当行为也存在大量范例。金融领域的不良行为者使用一系列日益复杂的策略来建立起与散户投资者之间的信任,并利用当前经济环境

* 本文翻译自国际证监会组织 2023 年 5 月发布的报告“RETAIL MARKET CONDUCT TASK FORCE FINAL REPORT”,载 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD730.pdf>。本报告翻译工作得到中央民族大学 2024 年度“青年教师铸牢中华民族共同体意识研究专项”项目“铸牢背景下民族地区共同富裕民商事法律制度完善研究”(20245ZLQN25)、司法部 2021 年度法治建设与法学理论研究部级科研项目“后疫情时代公司法应急治理法律问题研究”(21SFB4050)、2024 年度中国青少年研究会研究课题立项课题“算法时代青少年数字权益的保障与发展研究”(2024A03)的经费支持。

** 中央民族大学法学院讲师,法学博士。

*** 中央民族大学法律(非法学)硕士研究生。

**** 天津市静海区人民法院法官助理,中央民族大学法律(法学)硕士研究生。

和市场条件压力的漏洞和机会,加之全球通货膨胀的压力,其更频繁地通过技术手段向零售部门提供高风险和不当的产品,从而导致了散户投资者的重大损失。国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions,IOSCO)的核心目标是加强投资者保护和促进市场诚信。在过去两年半的时间里,主要受这两个目标及其与金融稳定联系的推动,国际证监会组织零售市场行为特别工作组(Retail Market Conduct Task Force, RMCTF)一直致力于收集和审查全球范围内对新兴零售市场行为问题的看法。RMCTF的主要目的是强调IOSCO在投资者保护和促进市场诚信方面的作用,并促进对散户投资者不断变化的前景以及一系列潜在措施的讨论,以减少由此产生的不当行为。

RMCTF的最终报告是大量工作和广泛征求利益相关者意见的成果,旨在向一个具有广泛影响的不断发展的领域提供“全球性视角”。它对市场环境、散户投资者投资趋势以及相关行为影响进行了实质性分析,并为监管机构在制定各自的策略时提供了一个适应性工具箱。在研究这些问题的情况下,监管机构需要广泛获取资源,进行有效的实践,具备一定的工具和技术,以便更好地履行各自的职责。这个董事会级别的高级小组成立于新冠疫情暴发之前。在编写报告的过程中,其研究了由危机引发的“实时”问题,吸取了经验教训,并听取了IOSCO成员以外的利益相关者的广泛意见。一些重要的里程碑包括:

1. RMCTF于2020年12月^[1]发布的中期报告中,初步调研了新冠疫情对公司和散户投资者行为的影响、共同的监管挑战,以及成员应对这些挑战的方法。

2. 2021年对其成员进行了全面调查,重点关注中期报告中提出的具体问题。

3. 2022年3月发布的咨询报告^[2],就RMCTF关于零售行为问题的更深入的调查结果和可能的监管回应征求意见。公众咨询征求了投

[1] IOSCO Retail Market Conduct Task Force – Initial Findings and Observations about the impact of COVID – 19 on Retail Market Conduct (December 2020).

[2] IOSCO Retail Market Conduct Task Force – Consultation Report (March 2022).

资者、监管机构、市场参与者、受监管实体、金融消费者、学术界和其他国际机构的意见。

4. 两次消费者圆桌会议,一次与 IOSCO 附属会员咨询委员会(Affiliate Members Consultative Committee, AMCC)的联合会议,作为直接与行业、监管机构和消费者团体接触并从中获得见解的额外机制。

本最终报告(第2~6章)就近期散户投资者趋势及相关行为挑战的主要专题调查结果集中于以下几方面:

1. 技术进步、社交媒体和不断变化的市场条件对零售交易活动的影响——自主在线交易量的激增,更频繁地提供高风险产品——通常是高杠杆、高零售参与度(特别是在年轻投资者群体中),以及在正常和紧张的市场状况中期和后期,加密资产的出现、投资工具的游戏化,以及公司和无牌方无处不在的营销。

2. 数字化崛起带来的机遇和挑战——机遇包括零售投资渠道扩大、竞争加剧和成本降低;挑战则包括有效监控、识别和破坏隐藏在数字面纱背后的不当行为,以及社交媒体对零售投资决策的影响日益扩大。

3. 常见的金融消费者问题——例如风险承担加剧、对复杂产品理解不足、信息过载或不对称、不确定时期(如新冠疫情期间)产生的行为问题和社会/心理/财务压力,以及情境脆弱性。

4. 未经许可的活动、骗局、欺诈等有害行为数量增多、所报道的投资者损失升级——从针对散户投资者的恶劣、蓄意行为,到无意中触犯法律的行为,都大量存在由技术支持带来的形式伪装[克隆投资公司、加密资产骗局,如 rug - pulls 和首次代币发行(ICO)“拉高出货”计划、不受监管或非法的“社交媒体影响者”(Finfluencers)行为、不当销售、错误标签、误导性披露]。

5. “漂绿”行为风险增加^[3]——随着资产管理总额(Asset Under Management, AUM)的快速增长,全球对环境社会和治理(Environmental Social and Governance, ESG)投资和可持续金融产品的兴趣加深,可以察觉到“漂绿”行为风险已经凸显。“漂绿”行为可能会以不同形式出现,并侵蚀对此类投资(包括零售领域在内)披露所必需的信任。

监管工具箱

考虑到快速发展的零售业态,并且主要受技术发展的影响,监管工具箱(在本文第7章中详细概述)提供了一套措施,供监管机构在制定各自的策略以解决新兴零售市场行为问题时使用,措施中新旧方法兼备。有些措施可能不适用于某个特定的法域,而是被精心设计后具有极强的适应性和广泛性,以应对散户投资者风险连续性的各种情况。

1. 加强监管机构的数字呈现和在线战略,以积极快速地减少对散户投资者的伤害

考虑到信息的传播速度和数量、持续变化的环境以及在线产品中可能缺乏的可视性(匿名性)和可靠性,因此第一项措施旨在帮助监管机构对数字环境中的不当行为保持积极、敏捷和警惕。

(1) 在发生不当行为时直接锁定欺诈者。

(2) 监测和评估在线营销和分销趋势,以中断有害的营销渠道,例如有害的社交媒体影响者活动。

(3) 发布公共警报和警告,并监测消费者情绪。

(4) 尽可能加强与在线服务提供商的接触,以便及早预防和破坏不当行为。

[3] 在本报告中,“漂绿”一词是指对主要投资产品的相关可持续性实践或可持续性特征进行虚假陈述的做法。在“竞相鼓吹其绿色资质”的过程中,一些资产管理公司可能会误导性地将产品贴上可持续的标签,而没有对基本投资策略或股东行为进行任何实质性改变。我们注意到,此种做法的范围和严重程度可能各不相同,从在发行文件中不当使用特定的与可持续发展相关的术语,到对实体的可持续发展作出相关承诺的虚假陈述,再到故意歪曲产品可持续性影响的欺骗性营销行为。<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>.

(5) 针对不同网站和社交媒体论坛,为散户投资者量身定制信息。

2. 完善方法以更好地识别和减少不当行为

第二项措施描述了有助于早期发现和减少不当行为的预防性手段,以及识别不当行为背后的行为者。由于散户投资者的行为可能受到各种心理因素和外部因素的严重影响(如第2章所强调的),所以就零售市场不正当行为的监管而言,使用行为层面实用性、技术性的方法可能会起到更好的效果。

(1) 提高内部能力和雇用第三方供应商以简化监管监督工作。

(2) 开发技术工具并使用先进的数据分析手段,以更好地加强早期干预和识别不良行为者。

(3) 运用行为学分析零售行为并制定消费者保护举措。

(4) 开设一个更加便捷的举报通道,建立一个可对举报、转介以及投诉进行分流的受理体系。

3. 加强双边和多边跨境合作、健全国内外监督执法框架

第三项措施重申了合作的基本概念——有效的国内和国际监管的基石——以及需要强有力的持续性合作框架,以保障监督执法的有效开展,并在不断变化的环境中减少新出现的威胁和危害。例如,IOSCO的《关于磋商、合作与信息交换的多边谅解备忘录》(Multilateral Memorandum of Understanding, MMoU)和《增强版关于磋商、合作与信息交换的多边谅解备忘录》(the Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding, EMMoU)代表了多边跨境执法合作的全球黄金标准,前者至2022年为止已使用了20年。监管信息和最佳实践的交流在应对全球金融生态系统不断变化和复杂的性质方面也发挥了至关重要的作用——加密资产就是本报告所展示的例子。

(1) 促使达成更多的合作和协作,尽可能地减少监管套利。

(2) 酌情与其他国内和国际机构合作,解决不当行为的共同问题,识别涉及不当行为的个人和团体,并促进对不当行为的早期干预和破坏。

4. 解决散户投资者因加密资产而受到的伤害

第四项措施为监管机构提供了工具,特别是考虑到投资者对加密资产的兴趣显著增长,加密资产相关骗局也大幅增加,此工具旨在抵消

加密资产带来的相关危害。

(1)在现有监管框架尚未涵盖的范围内,确定是否存在可用于为加密资产交易提供了解你的客户(Know Your Customer, KYC)和交易报告数据库的监管权力。

(2)运用适当的监管干预权力,以解决散户投资者的跨境加密资产欺诈与盗窃问题。

5. 实施针对零售市场不当行为的新监管措施

第五项措施提供了各种工具,在当今瞬息万变的零售环境下,可以将其一并考虑以应对不当行为问题。

(1)与高风险产品销售相关的规则。

(2)消费者服务热线和反欺诈活动。

(3)派出神秘顾客监督销售网点。

(4)“监管沙盒”方式。

(5)使用侵入式监管和执法技术。

(6)借助工具以更好地查明企业对气候信息披露标准的遵守情况,并更好地监测“漂绿”行为。

虽然本报告主要是作为监管机构的指南,但鉴于零售行为问题同时存在于新兴市场和发达市场中,具有跨行业性的特点,因此本报告中所有以利益相关者为对象得出的调查结论与观察结果在提高对零售行为问题的认识度和参与度方面都具有可用性。本报告还旨在对 IOSCO 和 RMCTF 开展的各种工作进行补充,例如数字化、加密资产、“去中心化金融”(decentralized finance, DeFi)、可持续金融和投资者教育,这些工作可能会提供更具体的有针对性的工具,以应对特定零售市场的相关情况。IOSCO 最近发布的《关于零售分销数字化和去中心化金融报告》就是一个例子。IOSCO 将继续致力于加强投资者保护,提高市场诚信,在这一领域加强全球监管合作与协调,同时期待在实现这一目标的过程中,能够与其他国际机构和利益相关者进一步合作。

一、引言

(一) RMCTF

IOSCO 开展这项工作是为了更好地了解不断变化的零售交易环境,并为监管机构制定措施,作为它们在应对零售市场行为风险和新兴趋势时的工具箱的一部分。RMCTF 是一个董事会级别的小组,由澳大利亚证券和投资委员会(the Australian Securities and Investment Commission, ASIC)和爱尔兰中央银行(the Central Bank of Ireland, CBoI)担任联合主席。^[4]

(二) RMCTF 的先前报告

RMCTF 于 2020 年 12 月发布了一份中期报告,特别关注新冠疫情对零售行为的影响。^[5] 该报告得出了初步观察结果,重点关注市场环境、压力时期企业和投资者行为的关键驱动因素,这些因素为零售不当行为提供了更多机会,以及用于降低零售损失和不当行为风险的监管措施和工具。RMCTF 的后续工作是分析近期零售市场趋势以及相关监管行为产生的广泛影响以及具体的监管对策。考虑的问题包括社交媒体对零售交易决策、激进零售活动和游戏化等产生的影响。RMCTF 的咨询报告已于 2022 年 3 月发布,它广泛征求了利益相关者的意见,包括投资者、监管机构、市场参与者、受监管实体、金融消费者、学术界和其他国际机构。反馈意见中提供的最相关关切集中在以下几个方面。

1. 新一代投资者出现的影响。
2. 技术趋势和零售参与。

[4] RMCTF 的成员还包括比利时金融服务和市场管理局、巴西证券交易委员会、中国证监会、德国联邦金融监管局、香港证监会、印度证券交易委员会、意大利公司和交易委员会、日本金融服务管理局、马来西亚证券委员会、墨西哥国家银行和证券委员会、荷兰金融市场管理局、魁北克金融市场管理局、新加坡金融管理局、西班牙证券市场委员会、瑞士金融市场监督管理局、土耳其资本市场委员会、英国金融行为监管局和美国证券交易委员会。

[5] See <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD669.pdf>.

3. 社交媒体和社交媒体影响者。
4. 游戏化在零售市场中的作用和影响。
5. 新型加密资产交易趋势的出现。
6. 欺诈活动的演变和零售欺诈的新趋势。
7. 跨境问题和挑战引发的多元监管问题。
8. 产品干预方法。

(三) 消费者圆桌会议和 AMCC 的反馈意见

除了咨询报告的反馈意见外, RMCTF 于 2022 年 3 月召开了两次利益相关者圆桌会议。此外, 还与拥有自律监管组织 (Self - Regulatory Organization, SRO) 权力的成员组成的 AMCC 举行了一次联合信息会议, 以了解其零售市场行为的相关工作情况以及对近期发展趋势和问题的看法。双方就零售市场的前景和积极的活动交换意见如下:

1. 由于零售参与者数量的增加、数字化和低成本在线交易平台的大量涌现, 预计未来零售参与度将有所提高。
2. 大规模的教育运动可能有局限性, 因此必须辅以其他监管工具。
3. 在社交媒体的背景下, 需有效利用行为经济学以及各项实践带来的各种好处。
4. 一些信息披露的监管方法可以且应当更加积极主动。
5. 加密资产产品和零售业态适应性是全球关注的问题。
6. 跨境问题可以通过国际警报系统和执法网络来解决。
7. 新冠疫情暴发后的欺诈行为有所增加。
8. 在欺诈者使用的平台上直接对其进行打击可能是一种有效的工具。
9. 可能需要对零售损失采取不同的补救办法和补救机制。

(四) 最终报告

最终报告阐述了快速发展的零售交易环境, 并提供了一套潜在应对措施, 便于监管机构针对零售不当行为问题的监管方法进行制定或强化时予以考虑。本报告基于广泛的利益相关者咨询, 包括咨询报告、早期调查反馈、产业延伸以及 IOSCO 成员提供的其他信息综合作出。本报告认为, 潜在的“放大因素”会对散户投资者造成伤害——包括散户交易数量增加和散户行为方式改变, 不断变化的诈骗活动、关键性行为问题, 以及社交媒体、数字化等技术因素对零售交易的影响。虽然本

报告的重点不是阐述新冠疫情对散户投资者趋势和行为方式的影响,但 IOSCO 已经观察到,针对新冠疫情的应对措施(如政府封锁、企业关闭和经济支持措施),以及针对散户投资者的欺诈活动增加等更广泛的趋势对零售消费者行为和零售交易模式的影响。IOSCO 先前报告与零售交易和投资者保护问题密切相关,可能会与本最终报告一并审议,这些报告列于附件 1。

二、不断变化的零售交易格局

1. 据报道,2020 年和 2021 年 1 月的市场事件前后,资本市场的散户投资者参与度和零售交易量都有所增长。究其原因,与当前宏观环境(“长期低利率”或“通货膨胀迅速加剧”)、技术发展和人口趋势以及诸如新冠疫情和近期全球地缘政治紧张局势等意外中断相关的多种因素密切相关。

2. 散户投资者参与度的提高在一定程度上由人口趋势推动。散户投资者的脆弱性不止与年龄有关,所有年龄段的投资者都可能会遭受风险。因此,监管机构需要对外部环境和投资者行为的变化作出反应。

3. 技术的发展正在改变散户消费者与金融服务和产品互动的方式。越来越多的人使用在线交易平台、App 以及社交媒体来推广证券和其他金融产品的发行。因此,技术的发展带来了各种各样的行为风险。

4. 不同资产类别在散户投资者中的受欢迎程度发生了变化,散户投资者对高风险产品(包括零售场外交易、交易所交易杠杆产品和加密资产)的总体投资趋势也在发生变化。投资者日渐表现出对可持续性发展的偏好,以及整个投资价值链中出现的“漂绿”现象加剧了散户投资者面临的风险。

5. 某些零售交易模式可能导致或放大零售风险和损失。市场剧烈波动可能会使散户投资者作出寻求更高回报的行为。快速上升的通货膨胀对散户投资者行为的影响值得 IOSCO 成员仔细考虑。

6. 散户投资者越来越多地使用杠杆是风险扩大的另一个影响因素。一些 IOSCO 成员正在采取措施遏制杠杆的过度使用。

7. 越来越多的散户投资者选择进行“自主交易”,技术发展可能会支持散户投资日益“游戏化”。这些趋势可能会导致经验不足的投资者实施比原先更频繁的交易行为,并承担超出其承受能力和财务能力的风险。

本章阐述了当前复杂且快速发展的零售交易格局。不同的法域可

能会在不同程度上呈现出本章所分析的趋势。IOSCO 根据其成员和利益相关者的反馈观察到的主要趋势如下。

(一) 散户投资者的参与度不断提高

RMCTF 在 2020 年 12 月的报告中指出,零售交易量有所增加,在新冠疫情期间增量尤为显著。RMCTF 的调查试图对这一初步发现进行跟进,获取有关散户投资者的股票交易占整体股票交易的大约百分比和交易总量的信息。许多调查受访者观察到零售交易活动有所增加(其中一些增幅非常显著,尤其是 2020 年的股票交易),数据显示,在某些法域,开户数量和新零售交易商数量激增,超出了历史标准,一些法域的交易参与度也显著提高。^[6] 例如,一些学术评论员观察到,在新冠疫情暴发之后,美国市场的散户投资者参与度大幅增加。历史上,零售交易量平均占美国股票交易总量的 10% 左右(在新冠疫情暴发之前)。^[7] 而据报道,这一数字在 2020 年翻了一番,达到 20% 左右,并在 2021 年 1 月的市场活动中占比高达 26%。^[8] 其他一些报告也显示,由于在美国股市和期权市场中,^[9] 大部分的交易量来自散户投资者,所以零售交易量的

[6] 一些司法管辖区在 2021 年对这些数量进行了修正。See Larry Tabb and Jackson Gutenplan, “Retail Traders Alter Market Dynamics”, Bloomberg Intelligence (July 13, 2021); Bloomberg Intelligence, Market Structure Dashboard Equity Volume Segmentation Estimates (accessed Sept. 24, 2021). This research attributed the increase primarily to commission-free trading. 这项研究将这一增长的主要原因归于免佣金交易。

[7] See Brad M. Barber et al., Attention-Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users (Working Paper, Feb. 2, 2021), Ivo Welch, The Wisdom of the Robinhood Crowd, Journal of Finance (Forthcoming, last revised Aug. 23, 2021).

[8] See Caitlin McCabe, It Isn't Just AMC. Retail Traders Increase Pull on the Stock Market, The Wall Street Journal (June 18, 2021).

[9] 根据芝加哥期权交易所全球市场(Cboe Global markets)的数据,在美国股市,2018 年的日平均交易量为 73 亿股,2019 年为 70 亿股。随着新冠疫情暴发,这一数字大幅扩大,2020 年 2 月的日交易量达到 93 亿股,2020 年 3 月达到 156 亿股,2020 年全年的平均日交易量为 109 亿股。截至 2021 年 6 月 30 日,美国股市日均成交量为 126 亿股。See, eg, U. S. Equities Market Volume Summary, Cboe Global Markets, (last visited June 30, 2021). 在美国股票期权市场,2018 年平均每天交易 201 亿份合约,2019 年平均每天交易 191 亿份合约,2020 年平均每天交易 290 亿份合约。See, eg, U. S. Options Market Volume Summary, Cboe Global Markets, (last visited June 30, 2021).

增加与美国股市和期权市场交易量的增加相吻合。^[10]

此外,IOSCO 圆桌会议的调查结果显示,由于数字化程度的提高和低成本在线交易平台的普及,预计零售参与度仍将持续增长,尤其是更精通技术的年轻投资者,他们更容易受到社交媒体的影响,从而提高了该人群的零售参与度。对高回报的追求往往伴随对风险程度的误解,在这种情况下,数字化和游戏化是推动力,正是这两种渠道为散户投资者提供了便捷的投资途径。交易的快速发生也给监管机构带来了巨大挑战,要求其加快对不当行为的发生的反应速度。

(二) 影响散户投资者参与的因素

影响散户投资者参与的因素也可能影响该行为的性质和类型。散户投资者参与度上升的原因是复杂且多元的,下面将进一步探讨其中的一些因素。

1. 人口趋势及社会和心理因素

某些人口趋势可能会推动散户投资者参与度的增长,^[11]当前的市场和政府对新冠疫情的反应则可能会加快这一增长趋势。各 IOSCO 成员报告称,散户投资者的平均购买年龄在逐年下降,年轻投资者的股票交易比例显著上升。为英国金融市场行为监管局(Financial Conduct Authority,

[10] 在一项基于2020年上半年交易数据的研究中,英国金融监管局发现,散户投资者在危机时期改变了他们的投资行为,他们的做法与机构投资者不同。散户投资者越来越多地被股票市场吸引,他们不受股市高波动性影响,选择了成熟的蓝筹股。英国市场数据显示,在2021年前四个月,四家交易公司新开了115万个账户,几乎是所有其他零售投资服务所开设账户总数(63.2万)的2倍。受GameStop和其他模因股波动期间投资激增的影响,其中一半是在2021年1月开设的。同样,香港市场数据显示,近期大专学生的交易参与率从2%上升到18%。

[11] 例如,美国金融监管局(FINRA)发起的一项调查显示,与经验丰富的投资者或现有账户持有人相比,2020年开立账户的投资者群体在种族和民族方面更加多样化。与年长和经验丰富的投资者相比,年轻和新投资者的账户余额较少。See FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of Chicago, Investing 2020: New Accounts and the People Who Opened Them (Feb. 2021). 在另一种情况下,Robinhood,一家经纪公司,提供的国会证词中表明,在其1300万个账户中,用户平均年龄为31岁,账户余额中值为240美元,平均账户规模为5000美元,约一半的用户自认为是首次投资者。Robinhood在2021年7月1日提交的S-1文件中进一步指出,在其客户中,股票是最受欢迎的资产(截至2021年3月31日,托管资产约为650亿美元),其次是“加密货币”(约115亿美元)和期权(约20亿美元)。

FCA)进行的一项研究表明,有一批新兴的、独特的、更多样化的受众已经参与到自主投资中来了。^[12]

关于投资者的性别,成员们报告了基于不同性别的交易分布的趋势。有趣的是,一位成员指出,在最近一段时间内,新晋女性投资者的比例急剧上升。^[13]

在收入方面,很难得出一个普遍性结论。一些 IOSCO 成员报告称,新型投资者的收入更低(也更年轻),账户余额也比经验更丰富的同行要少。与这种年轻化的因素相吻合,促使二三十岁的人对投资产生兴趣的因素是“可以用少量资金进行投资”。

人口因素,主要是年龄和世代,可能不仅会影响散户投资者的参与度,还会影响散户投资者的行为,包括:

(1)年轻投资者可能倾向于减少对股票和债券等“传统”证券的投资,而是选择更多地投资于交易型开放式指数基金(exchange traded fund,ETFs)、杠杆证书和差价合约(contracts for differences,CFDs)。年轻投资者可能更倾向于投资海外公司(直接或通过ETFs、共同基金和集体投资计划等)。

(2)数字交易平台的用户普遍较年轻,他们可能更倾向于高风险产品。此外,为FCA进行的一项关于了解自主投资者^[14]的研究发现,一个更年轻、更多样化的投资者群体更有可能使用新出现的投资App,并在社交媒体上寻求投资建议。这些新型受众往往被高风险投资吸引,但其对风险的理解水平与个人承受损失的财务能力较低。

这些例子还强调了一个事实,即可能需要针对不同群体的具体情况采取不同的保护措施。所有年龄段的投资者都可能遇到挑战,散户投资

[12] See <https://www.fca.org.uk/publication/research/understanding-self-directed-investors.pdf>.

[13] ASIC 强调,女性投资者往往持有较少的资产,多元化程度较低,更倾向于规避风险,对投资选择的认识也较少。女性投资者也更倾向于制定投资策略并坚持下去,甚少审查自己的投资组合,同时较少因市场波动(包括新冠疫情暴发)而作出改变。

[14] 同前注[13]。

者的脆弱性不仅与年龄有关,^[15]还可能与以下几个方面密切相关:

- (1) 年轻人是否有足够的退休储蓄。
- (2) 拥有更多可投资资产的人是否可以获得合适的建议。
- (3) 特定群体是否更容易受骗。

监管机构还需要对外部条件或投资者行为的变化作出反应。^[16]尽管风险偏好有所增加,但 IOSCO 咨询的一些受访者不赞成根据人口统计数据加强或量身定制投资者保护措施。一般来说,散户投资者的高水平金融素养被认为是不同投资者保护措施的最重要特征。虽然公共当局对调查咨询的回应均倾向于赞成对所有散户投资者采取行动,但私营部门的回应更为多样化。大多数人支持针对金融知识水平和抵御金融财富下滑的能力进行一般性监管干预,而不是对年轻投资者等实施更严格的措施。这些受访者认为,监管应集中于更广泛的金融素养上,而不是采取更侧重于人口统计学的方法。

2. 当前宏观经济形势

不断变化的宏观经济条件可能会影响零售交易量,同时促进机会主义和掠夺性零售市场行为,这将在第 4 章中进一步探讨。最初,由于长

[15] FCA 的财务调查报告称,在 18~74 岁的所有年龄组中,具有一种或多种脆弱性特征(包括健康状况不佳、经历负面事件、财务弹性较低或能力不足)的成年人比例相似(44%~46%)。具有一种或多种脆弱性特征的成年人比例最高的年龄组是 75 岁以上(57%)。此外,英国一家研究咨询公司 Ignition House 为 FCA 进行的《零售分销与金融咨询市场评估》研究发现,在更有可能需要退休计划支持的成年人中,只有 53% 的人在过去 12 个月内(截至 2022 年中期)接受到了与退休计划相关的支持(<https://www.fca.org.uk/publication/research/ignition-house-consumer-research-report.pdf>)。

[16] FCA 引用的两项政策是一个很好的例子,说明如何在影响两种不同类型消费者群体的问题上实现这一监管目标:(1)继 2015 年英国引入“养老金自由”以及雇主养老金计划从固定收益转向固定缴费之后,消费者不得不在养老金计划中承担更多的责任和更高的投资风险。FCA 正在采取各种措施来帮助这群投资者。(2)同样,受一系列因素的影响(包括长期的低利率环境、通过投资 App 增加投资的可能性、在社交媒体上分享信息,以及疫情期间储蓄水平的大幅提高),现在的年轻人也在进行投资。FCA 保护投资者的措施包括:制定更强有力的规则,帮助解决鼓励投资高风险产品的误导性广告问题,以及开展投资者教育活动,让年轻投资者更加了解投资风险。<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-clamps-down-marketing-high-risk-investments-consumers>。

期的低利率环境,零售业可以获得“廉价债务”的宏观环境,这可能促使散户投资者在面临日益加剧的通货膨胀环境时,寻找据称回报率更高的投资活动。在这种背景下,快速上升的通货膨胀对投资者行为的影响值得仔细考虑。^[17]

作为一个重要的警告,FCA 提请注意当前环境中潜在的零售危害风险。许多消费者赞赏新投资渠道带来的投资便利;然而,由于缺乏摩擦,消费者更容易绕过现有的保障机制,作出错误的决定。这种便利性辅之目前较高的生活成本,可能是一个潜在的风险放大剂。较高的生活成本可能会增加投资者的风险偏好,因为他们在寻找能够战胜通货膨胀的投资活动。这可能会导致消费者被迫不合时宜地从他们的投资中抽取部分资金,并由此遭受损失(如果市场恶化),以填补他们家庭支出的增加。由此导致的一些问题如下:

(1) 消费者可能会转向高风险或不受监管的投资,以寻求更高的回报,这会增加他们受骗的风险。

(2) 未经指导的消费者可能会因投资高风险或不受监管的投资,而使自己遭受超出其承受能力的更高风险。

(3) 投资者还可能因未经授权的养老金提取骗局而提前提取或收取惩罚性费用,从而遭受本可避免的损失。

(4) 按管理资产的一定比例收费的公司收入下降,这可能是由于提款频率上升、储蓄率下降以及投资业绩不佳。这可能促使公司开发新的、潜在高风险的产品或服务来增加收入。

3. 新冠疫情的应对措施——背景和政府措施

在新冠疫情封锁期间,通过传统面对面接触渠道的支出减少,或者可能是官方部门的刺激措施提供了财政救济,从而导致更多的零售投资储蓄投资于资本市场。正如各 IOSCO 成员所强调的那样,屏幕使用时间(甚至如一位成员所强调的“无聊”)和业余时间的增加,以及投机(或类似于赌博类)活动对某些投资者群体的吸引力的提高,可能是零售投

[17] FCA 对 1009 名 40 岁及以上有工作或私人养老金的英国成年人进行的消费者调查研究发现,1/4(25%)的人会考虑提前从养老金中取款,以支付生活费用。<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-research-quarter-consumers-would-withdraw-pension-savings-earlier-cover-cost-living>.

资总量上涨的其他因素。^[18]

IOSCO 收到的咨询报告反馈还证实,新冠疫情的暴发和数字化程度的提高,增加了散户投资者市场中欺诈行为的现有驱动因素和产生条件。2020 年的总体诈骗峰值似乎有所减弱,但情况仍然相同,数字领域的风险仍然存在,整体诈骗数量呈上升趋势,给监管机构带来了挑战。有报道称,虚假筹款活动,特别是与俄乌冲突有关的筹款活动,在引诱人们进行捐款。这只是另一种利用散户消费者的策略,它与其他不当行为共同减损了金融市场中的信赖度。

(三) 技术变革

零售市场中发生的技术变革不仅影响了散户投资者参与市场活动的方式(下文将讨论),还从根本上改变了零售市场结构和相关行为模式。从全球范围上看,由于各种原因,散户投资对数字交易平台的使用率较高。^[19] 社交媒体对零售交易行为的影响越来越大,IOSCO 成员在调查回复中将其列为影响零售交易行为的最重要趋势之一。咨询反馈证实了 IOSCO 成员对社交媒体影响散户投资者行为的看法。社交媒体不仅鼓励零售市场投资者的参与,它对消费者沟通方式的影响还可能进一步影响消费者投资的金融产品类型(如高风险产品),以及他们的投资方式(如通过数字平台)。

社交媒体可通过积极的方式使用,即减少信息不对称。然而,尽管有潜在的好处,但社交媒体可能会在跨境的基础上传播与各种产品和服务有关的信息,而且不一定会受到充分的监督。此外,社交媒体还可能通过互联网广告、社交媒体影响者传播误导性信息,从而导致有害行为和欺诈行为的发生率大幅度提高,如身份盗窃和“拉高出货”骗局。有关社交媒体影响的详细分析,请参见后文社交媒体对零售交易行为和决策的影响。

[18] 日本证券交易商协会的研究还显示,在所有以投资者身份接受采访的对象中,约 60% 的人在新冠疫情期间开始、扩大,以及继续投资。这种投资活动增加的趋势在较年轻的年龄组中尤为明显。

[19] 例如,日本金融厅报告称,网上交易证券账户的数量已经从 2020 年 3 月的 3000 万增加到 2021 年 3 月的 3300 万。此外,另一个例子是,在中国香港,82% 的投资者已经转向数字交易平台。

技术转型——以技术为基础的新型商业模式、竞争加剧以及交易成本降低

新型平台和产品可能促进了零售交易活动的增加。在所有因素中，IOSCO 成员和利益相关者都强调技术发展至关重要，是“改变游戏规则”的因素。

首先，技术进步可能会拓宽散户投资者获得金融产品和服务的渠道，并成为吸引更多散户投资者进入资本市场的催化剂。

(1) 技术进步可能会改变散户投资者与金融公司的互动方式。智能手机中的交易平台以及移动和在线交易 App 的出现，使散户投资者更容易开展交易、进入股票市场。技术的进步提高了零售投资的可及性，交易 App 数量大幅增多。^[20]

(2) 散户投资者越来越多地参与自主交易，技术发展可能会促使散户投资日益“游戏化”。

(3) 通过最少的实体接触点和方便用户使用的廉价经纪平台，增加了进入市场的机会。

(4) 多年来有效利用数字技术简化网上开户流程和 KYC 在线注册流程。

(5) 数字模式下信息的可得性。

其次，新的商业模式伴随着这种转变，包括基于移动 App 的“免佣金”平台的出现、有针对性的营销，以及低成本或无成本经纪人广告服务，使散户投资者交易难度大幅降低。互联网证券经纪商之间的竞争也导致了费用或佣金的大幅减少，网络券商（也被称为订单的交易商或自主投资商）的出现可能也促成了这一模式。一些成员还强调，小额股票交易的普及，是推动零售交易总量增加的一个潜在因素。这些因素都可能使零售交易活动增加。^[21]（后文将在自主交易的趋势下进一步讨论）

再次，技术变革也改变了散户投资者沟通和交换信息的方式。一些

[20] 新闻报道称券商 App 下载量明显增加，包括 Robinhood（超过 300 万）和 Webull（超过 80 万）。See Maggie Fitzgerald, Robinhood Appears to be Benefiting from the Trading Controversy, Seeing Record App Downloads.

[21] 例如，美国最近的研究将增长原因归纳为免佣金交易。参见 Tabb and Gutenplan, Retail Traders Alter Market Dynamics, 见脚注引文 5。

IOSCO 成员强调,社交媒体对散户投资者决策的影响越来越大。

最后,基于技术创新的某些新产品越来越受欢迎,从而使技术发展影响了金融产品本身的演变,正如围绕加密资产的宣传和炒作所经历的那样,这些资产已直接向客户营销。这一问题将在后文加密资产趋势及相关风险中进行详细分析。

(四) 散户投资者在资产类别方面的投资趋势

调查结果突出了各资产类别受欢迎程度的不同趋势,这些趋势在不同法域可能大致相似(见表1)。

表1 散户投资者在资产类别方面的投资趋势

资产类别	散户投资者投资趋势
ETFs	ETFs 在全球范围内越来越受欢迎,因为 ETFs 允许投资者进行灵活和简单的小额投资活动。 ^[22] (为不打乱原文脚注排序,本译文表注一律以页下注方式呈现。——译者注)在某些司法管辖区,散户投资者对 ETFs 的兴趣呈上升趋势,而在其他司法管辖区则明显高涨
可转让证券集体投资计划(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)/共同基金	与 ETFs 类似,UCITS/共同基金也提高了散户投资者的参与度
加密资产	近年来,持有加密资产的散户投资者数量一直在迅速增长。加密资产市场参与者可能在境外运营,或者不遵守大多数法域的监管制度。加密资产交易的数据不够完整,也可能不够准确 ^[23]
普通股	由于股票是最受欢迎的资产类别之一,许多成员都注意到散户投资者的股票交易有所增加。与发达市场相比,新兴市场的散户投资者在股票交易中的份额仍然较高

[22] 例如,就美国上市的 ETFs 而言,尽管新冠疫情带来了一系列负面影响,但 ETFs 行业 2020 年的年现金流入量比 2019 年高出 55%,打破了纪录。

[23] 比特币作为市场份额最大的加密资产,在全球范围内的受欢迎程度稳步上升。正如一位 IOSCO 成员所指出的,在监管机构和政府讨论如何最好地监管这一行业时,加密资产行业参与者仍可以从事跨境交易。

续表

资产类别	散户投资者投资趋势
零售场外杠杆产品	零售参与在 CFDs 等杠杆产品中占据主导地位,由于封锁和新冠疫情引发的波动,这些杠杆产品进一步受到欢迎,这使得更多投资者能够在投入更少资金的情况下进行短期交易
固定收益	公司债券等某些细分市场主要由机构投资,很少有散户投资者的参与。不过,某些固定收益产品,如政府债券,仍然受到散户投资者的欢迎
其他资产类型	一位成员回应称,散户投资者倾向于投资具有市场部门风险或其不太熟悉参考指数的风险产品,如石油 ETF [美国西得克萨斯中质原油 (WestTexas Intermediate, WTI)],当石油价格在 2020 年 3 月出现负增长时,他们就会遭受损失。期货交易大幅增加,2020 年 3~4 月新冠疫情流行期间的美国尤甚

总的来说,从调查反馈中提取与不同资产类别零售交易细分相关的可比性结果是具有挑战性的,成员们提交的统计数据并不相同。例如,在调查反馈中不清楚的一个方面是散户投资者资金(例如,工作场所养老金计划,多元化退休投资组合或仅用于“赌博”或“娱乐”的资金)投资于风险较高产品的比例和来源。然而,调查结果清楚地显示了不同资产类别的零售投资趋势,凸显出零售投资量在总交易量中所占的份额越来越大,在某种程度上,对散户投资者而言,其更偏好于风险更高的陌生资产类别。此外,一些受访者认为,数字化、社交媒体的存在和联系更加紧密的金融世界,是提高散户投资者参与度的驱动力,尤其是年轻投资者。

总体而言,咨询反馈强调了技术的积极方面,同时指出了随之而来的各种风险。从资本增长和普惠金融的角度来看,投资的显著增加可能是积极的;然而,也可能带来消极影响,例如极端推动不合理的风险投资,与更传统的市场相比,市场行为的透明度明显降低。与此相关,受访者支持对某些产品(如杠杆或短期产品)的零售投资或交易行为进行限制。

(五) 零售风险偏好增加

一些 IOSCO 成员注意到,散户投资者越来越被高风险投资机会吸引,加密资产、外汇 (foreign exchange, FX)、CFDs、杠杆证书和小盘证券

等高风险投资越来越受欢迎。一些 IOSCO 成员报告称,尤其是在零售市场上,加密资产使用频率有所增加,而大多数作出调查反馈的成员则发现高风险投资有所增加。根据一些 IOSCO 成员的反馈,总体而言,平均散户投资规模较小,但如前所述,积极投资的散户数量很多,而且在不断增加。^[24] 在追求收益的过程中转向风险较高的产品,可能会使散户投资者面临设计不良、销售低价值产品、欺诈和市场滥用等风险。

(六) 市场波动与散户投资者行为

相比于长期投资,散户投资者在波动的市场环境中有可能获得短期收益,因此波动的市场环境可能对散户投资者更具吸引力。新冠疫情带来的宏观经济影响和地缘政治紧张局势凸显了一个问题:市场波动性加剧且具有不可预测性。IOSCO 成员强调,市场波动加剧是放大散户投资者风险的一个重要潜在因素,如果散户投资者过度投资、跟随短期趋势入市或使用杠杆,“市场回调”的风险将使他们遭受严重损失。成员们强调的近期市场波动的具体事件包括以下几个方面:

1. 新冠疫情暴发(2020 年第一、二季度,特别是 2020 年 2~3 月)。
2. “GameStop”和“Meme Stock”市场波动(2021 年第一季度,特别是 1 月底至 2 月初)。^[25]
3. 疫苗新闻(2020 年 11 月市场出现短暂波动)。
4. 商品衍生品和实物商品市场波动(2021 年 1 月、2022 年 3 月,受俄乌冲突影响)。^[26]

[24] 根据 FCA 的研究——《消费者投资:战略和反馈声明》,英国近 70% 的消费者认为他们可以自己作出投资决策,只有 8% 的人在过去 12 个月里接受过财务咨询。

[25] “Gamestop”和“Meme Stock”市场在某些司法管辖区出现波动,主要是在美国股市,并受 Reddit 的 WallStreetBets 和其他社交媒体活动的影响。爱尔兰、英国、魁北克省和安大略省等其他司法管辖区在 2021 年第一季度也观察到类似的 Meme Stock 的波动和趋势。

[26] 美国全国期货协会(NFA)观察到,纽约商业交易所(COMEX)的白银期货创下了 8 年来的最高价格,并超过十多年来的单日最大涨幅。新闻来源将此归因于社交媒体平台推动的投机交易,包括 Reddit 的 WallStreetBets。美国商品期货委员会(Securities and Exchange Commission,CFTC)还观察到,越来越多的贵金属推广商和交易商鼓励投资者援引《冠状病毒援助、救济和经济安全法》(CARES Act)的分配规则(该法案规定了退休计划和个人退休账户的特殊分配选择权和累计规则,并扩大了特定退休计划的准许贷款范围),将他们的退休储蓄转化为金币或银币的投资,自主的黄金个人退休账户,或对实物金属进行杠杆式交易。

美国市场最近经历了一系列市场波动,比如在 2021 年 1 月发生的 GameStop Corp (GME) 事件和其他所谓的“模因股”现象。2021 年 10 月,美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, SEC) 工作人员发布了一份工作报告,重点关注 2021 年 1 月 GME 和其他股票的交易活动,当时由于个人投资者看涨的情绪充斥在社交媒体之中,这些股票的股价大幅上涨。随着这些公司股价的暴涨,人们的关注度也逐渐提高,它们的股票被称为“模因股”。随着 1 月底的临近,几家零售经纪交易商暂时禁止了其中一些股票和期权的某些交易活动。GME 汇集了影响模因股的所有因素:价格大幅波动、成交量大幅变化、大额空头利息、Reddit (一些年轻的自我投资者使用的社交媒体平台) 的频繁提及,以及主流媒体的大量报道。由于模因股事件提出了几个关于市场结构的问题,工作报告还为个人投资者提供了股票和期权市场结构的概述。报告的最后,工作人员确定了市场结构和监管框架,供今后研究和深入思考,具体包括:可能导致经纪公司限制交易的因素,数字化参与营销实践、稀释每股收益 (digital engagement practices, DEPs) 和订单流支付 (payment for order flow, PFOF), 暗池交易和批发交易,卖空的市场动态。^[27]

RMCTF 在其成员的调查中提出了一个具体问题,即 IOSCO 成员是否观察到散户投资者的集体行为影响了市场定价,并在某些情况下操纵了市场。对这一问题的答复表明许多法域没有观察到任何此类集体行为。

根据调查反馈,除了少数市场外,绝大多数 IOSCO 成员没有观察到零售交易量的增加或减少与市场波动之间存在任何关联。各成员虽报告称,自新冠疫情暴发以来,市场波动性仍处于较高水平,但他们并不认为零售交易扭曲了市场。相反,调查结果显示,市场波动受到如宏观经济环境、市场表现、投资者情绪、资金流动、海外货币政策、增值税征收、石油或商品价格以及整体流动性状况等其他外部因素的影响。散户投

[27] 2022 年 12 月,SEC 宣布了与股票市场结构和最佳执行有关的新规和修正草案。See SEC Proposes Amendments to Enhance Disclosure of Order Execution, SEC Proposes Regulation Best Execution, SEC Proposes Rule to Enhance Competition for Individual Order Execution, and SEC Proposes Rules to Amend Minimum Pricing Increments and Access Fee Caps and to Enhance the Transparency of Better Priced Orders.

资者是机会主义者,在价格下跌时入市获利。〔28〕

IOSCO 成员已经采取了各种措施来应对市场波动,例如熔断机制、价格上下限、卖空措施和更高的保证金要求,以减轻极端波动对股市产生的影响。〔29〕

(七) 散户投资者对杠杆的利用日益增多

杠杆增加了投资者保证金对相关资产的价格变动的敏感性,并加剧了突然亏损的风险,这反过来又意味着止损等传统交易控制措施可能会失效。对散户投资者而言,杠杆的一个相关风险是它在一定程度上可能会增大遭受损失的概率,而不是更大收益的概率。这是一个关键的风险,尽管有信息披露或书面警告,但散户投资者可能无法完全理解。〔30〕因此,杠杆是零售损失与零售风险的重要放大器。IOSCO 成员的反馈显示,在 IOSCO 成员管辖区内,散户投资者使用杠杆的趋势并不一致,而并非所有 IOSCO 成员都掌握相关数据,因此不能准确报告相关趋势。但报告中仍载明以下情况表明杠杆率有所上升:

1. 散户投资者的 CFDs 交易。
2. 杠杆式反向交易基金(ETPs)以及杠杆式 ETFs 等齿轮产品增加。
3. 投资者借贷投资、保证金交易和经纪商提供的融资、融券贷款的数量增多。
4. 零售空头头寸。
5. 使用期权。
6. 使用远期。
7. 杠杆证书。

〔28〕 在一项有趣的研究中,FINRA 发现,在 2020 年上半年,美国散户投资者(和非投资者)普遍意识到了股市波动情况,几乎没有进行相应的交易活动。交易并不普遍,大多数家庭并没有对市场恢复到疫情前水平的能力表现出强烈的负面情绪或高度悲观。受访者表示,普通投资者对金融市场的公平性信心较低。See FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of Chicago, *The Impact of Pandemic – Related Volatility on Stock Market Expectations and Participation*(Oct. 2020).

〔29〕 例如,在 2021 年 4 月,意大利公司和交易委员会发布了关于“股票交易中的异常波动案例以及社交论坛和网络交易平台的使用”的声明,提请市场、投资者和监管机构注意波动事件的潜在跨境影响和特定新颖性事态。

〔30〕 部分摘自欧洲证券和市场管理局(ESMA)2018 年 5 月 22 日关于暂时限制欧盟 CFDs 的第 2018/796 号决定。

不同的法域出台了各种措施,报告了散户投资者杠杆使用频率的上涨趋势。这些措施主要对可使用杠杆进行了限制,据报道这些措施是有效的。^[31]

与此相关,考虑企业所使用的工具和营销实践也十分重要。在一些新型投资应用中,有高达 10% 的支付来自信用卡,有些企业甚至通过在广告中强调信用卡支付的能力来鼓励这种做法。^[32]

(八) 隐性收益和利益冲突的披露

在经纪商使用隐性创收机制的背景下,一位受访者提请注意投资公司中持续存在的利益冲突,投资公司设计并提供零售场外杠杆衍生品,如 CFDs,这些衍生品通过公司自己的在线场外交易平台向散户投资者进行营销以及分销。人们担心,特别是在 CFDs 市场中,由于散户投资者无法对任意定价机制进行评估,在利益冲突尚未完全解决的背景下,这会给散户投资者带来潜在的不利影响。

此外,当在市场中默示或明示零成本时,散户投资者往往不清楚隐性成本这一概念。一些 IOSCO 成员指出,虽然费用和收费应当是明确透明的,但事实上并非如此。例如,这些成员已经注意到,应该有一个统一的方法来披露 FX 费用和即时结算的原因,这可能会收取更高的费

[31] 例如,2016 年,比利时金融服务和市场管理局(FSMA)决定禁止向散户投资者分销通过电子交易系统交易的衍生工具,即二元期权,持续时间少于一小时,直接或间接涉及杠杆的使用(该规定不适用于获准在受监管市场或由市场运营商运营的多边交易设施进行交易的衍生工具)。2019 年,ESMA 采取了一些措施,旨在遏制 CFDs 和二元期权产品向散户投资者群体日益激进的营销行为。在这些措施失效后,各成员国采取了类似措施。在 ESMA 采取措施之前,欧洲监管机构发现,一些公司提供的利润率“令人发指”,在某些情况下为 1:400~1:500,最高可达 1:1000。欧洲各司法管辖区称,2019 年采取的共同措施是有效的,散户投资者损失减少,盈利账户数量增加。ASIC 也制定了类似于欧盟杠杆使用限制的措施。FCA 完全禁止向散户投资者出售二元期权,并对散户投资者签订 CFDs 施加各种限制要件。其他成员国,如日本、新加坡和一些新兴市场,已经引入或实施了最低保证金制度,以限制散户投资者使用杠杆。

[32] FCA 发布的《研究报告:2021 年加密资产消费者研究》显示,购买加密资产的消费者中,有 14% 的人使用了某种形式的借款。安大略省证券委员会(OSC)亦报告了类似的趋势。

用。这个问题很重要,因为许多经纪商收入的绝大部分来自 FX 费用。^[33]

一些 IOSCO 成员同时强调,许多国家的利率不断上涨,由于散户投资者的收益因通货膨胀而减少,所以这可能会对散户投资者产生负面影响。当服务提供商不提供与交易账户挂钩的现金利息时,就会出现这种情况,这反过来又会使平台中实际交易成本高于在低利率背景下计算出的理论成本。

(九) 自主交易的兴起

电子商务的迅速普及和在线支付技术的进步(如实时转账)使人们更容易使用在线交易平台,包括通过智能手机提供的交易平台,同时使自主交易量大幅增长^[34]。以下是 IOSCO 汇总的散户投资者自主交易增加的核心原因:

1. 空头持股受益于盘内波动。
2. 快速或近乎即时开户。
3. 交易费用减少,以及零佣金。
4. 移动 App 和用户友好界面的可用性以及日益增加的使用频率。
5. 分析和执行工具的可用性。
6. 社交媒体的影响力。
7. 在某些法域出现的新经纪商。^[35]

这些趋势可能导致缺乏经验的投资者进行更多的交易,承担超出其

[33] 新经纪商是一种投资服务提供商,主要提供在线服务(例如,通过移动 App)。通常,新经纪商会最大限度地利用数字技术来提高流程效率。新经纪商不一定是持牌股票经纪人或银行。

[34] 例如,FCA 注意到,已经有越来越多的人持有投资产品,如股份、股票以及不受监管的产品。他们指出,技术进步增加了零售投资的可及性。

[35] 最近,新经纪商的出现,主要是对老牌经纪商提供的服务的补充。他们宣传成本和费用较低,他们提供的服务与老牌在线经纪商提供的服务相比往往是有限的。他们专注于通过浏览器和智能手机中的交易 App 进行证券交易活动。与老牌在线经纪商相比,他们只提供少数交易场所来执行订单,有些甚至只提供一个。参见 BaFin “The promisesneo – brokers make – and the ones they keep”。

承受能力和财务能力的风险。^[36] 监管方面的一个主要问题是,如何降低散户投资者投资证券的监管准入门槛,正如下文“数字化参与实践和客户体验的其他变化部门”所分析的那样,游戏化的影响力可能不会随着金融消费者理解程度的提高而相应提高。对散户投资者的金融教育在促进投资者保护方面发挥重要作用,特别是在监管不力或执法行动有限的情况下。因此,监管机构还应考虑相关监管是否与市场发展同步,以及企业的角色、行为和责任。

重要的是,广告和营销策略,特别是不受监管的在线平台的广告和营销策略,可能违反证券法规的要求,并引发投资者保护方面的担忧。这些广告或营销策略可能包括竞赛、促销、奖金和时间限制,以迫使投资者作出决定,从而可能导致散户投资者进行过度或轻率的交易。问题在于,根据金融消费者保护原则^[37]和适用性标准(如IOSCO关于复杂金融产品分销的适用性要求的报告)或每个法域的监管要求,此类营销策略是否符合客户的最佳利益。IOSCO成员正在密切关注游戏化趋势,以及广告和营销策略,特别是提供加密资产交易的平台。

(十) PFOF

PFOF是经纪公司将客户的订单分派给做市商或交易所,通过电子通信网络予以执行时所获得的报酬,旨在促进交易的流动性,同时通过执行交易以获得少量利润。一位受访者提到,正如GameStop事件所表明的那样,PFOF计划可能会损害投资者利益,需要监管部门予以关注。PFOF仍然是一个有争议的话题,不同的法域对是否允许PFOF持有不同的看法。

[36] 参见 the US SEC Staff's Joint Public Statement Regarding Complex Financial Products and Retail Investors, October 2020。另参见FINRA 2022年5月发布的《监管通知》,提醒公司自觉承担起对复杂产品和期权销售的实践义务,并就有效实践和规则改进征求意见。此外,印度的一项市场研究表明,在市场运行期间开始交易的自主投资者倾向于将运气误认为技能,并扩大了其所承担的风险。

[37] 2011年11月3日至11月4日,G20巴黎峰会通过了经济合作与发展组织(OECD)牵头起草的《金融消费者保护高级原则》,并于2012年7月17日由OECD通过。《金融消费者保护高级原则》是为响应G20领导人关于加强金融消费者保护的呼吁而制定的,是应对国际金融危机战略举措的一部分,并规定了有效且全面的金融消费者保护框架的要素。

ESMA 担心, PFOF 的受领者很可能不遵守《金融市场工具指令修正草案》(the Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II), 因为 PFOF 的做法会导致经纪公司与其客户之间的利益冲突。^[38] 此外, 荷兰金融市场管理局(Autoriteit Financiële Markten, AFM) 调查了 PFOF 的交易场所, 发现 68% ~ 83% 的 PFOF 场所的交易结果比其他场所差。^[39] 因此在荷兰, PFOF 是被禁止的。同样, 西班牙证券市场委员会(Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV) 在他们的研究中发现, 在 86% 的 PFOF 交易中, 提供给客户的价格比其他场所更低。^[40] 德国联邦金融监管局(The Federal Financial Supervisory Authority, BaFin) 发现, 就小额订单而言, PFOF 场所是更优的。尽管其与 ESMA 有同样的担忧, 但德国联邦金融监管局并不赞成在欧盟范围内实施禁令。^[41] 在美国, SEC 工作人员强调了他们的担忧, 即 PFOF 会推动经纪公司或交易商通过各种方式激励散户交易者进行更频繁的交易。此外, SEC 工作人员还强调了 PFOF 可能存在的潜在利益冲突。^[42]

(十一) 数字化参与实践和客户体验的其他变化

公司在通过数字平台与散户投资者互动时, 已经开始采用各种“数字化参与实践”^[43] (或所谓的“游戏化”)。这些实践包括行为提示、差异化营销、类似游戏的功能以及其他设计元素或功能。其中存在一些将

[38] ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow, 13 July 2021.

[39] Assessing the quality of executions on trading venues, March 2022.

[40] Payment for order flow; an analysis of the quality of execution of a zero - commission broker on Spanish stocks, March 2022.

[41] https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2022/meldung_2022_05_16_PFOF_Studie.html.

[42] Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, 14 October 2021.

[43] “数字化参与实践”或“DEPs”, 包括行为提示、差异化营销、类似游戏的功能(通常称为“游戏化”), 以及其他设计元素或功能, 旨在与数字平台(如网站、门户网站和 app)上的散户投资者进行互动。See US SEC's relevant Request for Information and Comments. <https://www.sec.gov/rules/other/2021/34-92766.pdf>.

交易体验游戏化,以提高使用率并影响交易行为的方式。^[44] 虽然“游戏化”App 的受欢迎程度、使用“游戏化”App 的散户投资者交易水平很难量化,但在 2020 年,IOSCO 成员发现,入市的年轻人数量显著增加,而他们往往是通过交易 App 购买股票的。与此相关,最近的一项研究^[45]发现,推送通知会导致投资者承担更高的风险,这种由注意力引起的风险尤其会影响年轻和缺乏经验的投资者。此外,某些游戏化技术可能会激励散户投资者更频繁地进行交易活动,这可能与散户投资者的长期投资目标背道而驰。

SEC 就经纪交易商和投资顾问推行“数字化参与实践”等相关事项发布了一项公众意见征集请求。发布这一请求是为了更好地了解与公司“数字化参与”相关的市场实践情况,为市场参与者(包括投资者)和其他利益相关方提供一个论坛,使他们可以分享其以数字化方式参与交易活动以及运用相关技术手段的看法,还可以促进对现有法规的评估,同时考虑是否需要采取相应行动对其进行监管。^[46]

此外,ESMA 于 2021 年 10 月 1 日发布了与散户投资者保护有关的证据征集公告。在证据征集的过程中,ESMA 希望有关人员能够提供相关资料以论证当前监管框架在数字化手段和渠道方面是否适当,并欢迎公众就社交媒体上分享的信息对散户投资者行为产生的影响提出宝贵意见。ESMA 表示,虽然使用游戏化技术可通过简单、便捷的方式传递复杂的信息,但错误使用这些技术可能会促使投资者根据感性而不是理性决策采取行动。^[47] ESMA 于 2022 年 4 月 29 日发布了欧盟委员会《关于散户投资者保护的特定方面授权》的最终报告。^[48]

[44] 例如,CFDs 行业的一个共同特点是提供交易便利(货币和非货币),如奖金、礼品、教程或降低成本,以吸引散户投资者的关注。这些行业的实践活动是游戏化的一个很好的例子。

[45] See Arnold M., Pelster M., Subrahmanyam M. G., 2021, Attention Triggers and Investors' Risk - Taking.

[46] See the U. S. SEC's Request for Information.

[47] 2021 年 2 月 17 日,ESMA 还发布了一份声明,敦促散户投资者仅根据社交媒体和其他不受监管的在线平台的信息作出投资决策,却无法验证这些信息真实性的情况下,应谨慎行事。

[48] See esma35 - 42 - 1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy. pdf (europa. eu).

虽然游戏化的实际效果及其可能产生的影响是目前的热点问题,但投资者对潜在风险的认识对于避免零售损失至关重要。游戏化带来的危害在心理层面上体现为对消费者决策行为的影响。此外,为了增强投资者的信心,有关部门应建立适当的监管、监督和执行框架,辅以投资者教育以培养投资者意识。

FCA 看到了自主交易以及能够提高投资者参与度的工具(如游戏化技术)的潜在风险和收益。^[49] 一个潜在的风险是,这些工具可能会激励投资者实施类似赌博的行为,这种行为是不恰当的,可能会导致不良后果。游戏化还可能导致不利于有效投资策略的投资行为,例如交易过于频繁(如日内交易)以及“羊群投资”(正如在某些美国科技股上所观察到的那样)。

监管机构应该归纳被游戏化吸引的客户类型。作为 IOSCO 咨询的一个有趣发现,一个相关的行为主题是“投资中的后悔”,即大多数投资者在某些时候会作出投资决定,但将来会后悔。^[50]

(十二) 自主交易

许多 IOSCO 成员注意到,自主交易的水平和数量都在增加。成员们普遍注意到从金融中介机构投资转向自主投资的变化趋势,这一趋势在通过移动 App 和在线平台进行交易的年轻投资者中尤为显著。虽然 FX 和加密资产交易仍被认为是最受欢迎的交易,但自主交易的受欢迎程度也在逐渐上升。SEC 的工作人员正在评估现有监管制度在投资者保护方面的有效性,尤其是对那些拥有自主账户、投资于复杂证券产品的投资者的保护。^[51] 在此次审查之后,SEC 工作人员将向该委员会提出适当的建议,以确定是否应该开展新规的制定、指导或其他政策行动。

尽管自主交易可以降低投资成本,这对散户投资者而言是有益的,

[49] <https://www.fca.org.uk/publications/research/gaming-trading-how-trading-apps-could-be-engaging-consumers-worse>.

[50] 例如,在之前的一项信托研究中,特许金融分析师(CFA)协会询问散户投资者是否对某项投资决定感到后悔,以及后悔之后他们又采取了怎样的行动。61%的受访者表示对其过去的投资决定感到后悔。在这些人中,39%的人决定聘请或更换财务顾问,27%的人决定不再聘请财务顾问,或者对市场信任度降低,而34%的人什么都没做。

[51] 参见公开声明 <https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-statement-complex-exchange-traded-products-100421>。

但 IOSCO 成员指出,缺乏对自主交易的具体监管可能会导致投资者保护问题。公司可能在现有的监管结构下豁免运营,以未曾设想过的方式或程度提供产品,举例如下:

1. 使用综合持有人识别码(HIN)结构(或联营协议)以降低交易成本的低成本经纪商。

2. 碎股交易(最初是美国股票,但存在其他例子)。

3. 美国证券的免佣金交易营销(在某些情况下,由 PFOF 进行补贴)。

4. 零经纪费的交易所交易基金交易(仅适用于买入证券时)——在证券出售时仍要收取经纪费。

5. 复制交易,一些供应商试图推广他们的服务,让没有经验的投资者模仿有经验的交易者对其可能缺乏了解的产品或者市场进行投资。这些产品在一系列论坛上的大量宣传广告支持了这一点。复制交易给散户投资者带来的主要风险包括但不限于:

(1) 过度依赖无牌社交媒体影响者的交易策略而导致亏损,无论是由于有问题的策略还是欺诈性“拉高出货”计划。

(2) 流动性风险,即在线交易平台中交易工具在市场波动期间流动性不足。

(3) 由于较高的点差和隔夜费,与 FX 复制交易相关的交易费用结构不明确且不透明。^[52]

6. 一些行为研究强调,某些投资风险可能源于散户投资者对产品缺乏理解。^[53] 在这种情况下,“选择架构”^[54]可能是决定散户投资者决策

[52] 隔夜费通常是由银行间同业拆借利率(银行向其他银行借款时收取的利率,如伦敦银行同业拆借利率)加上由复制交易平台决定的加价计算得出的。

[53] Lunn P., McGowan F., Howard N., 2018, Do some financial product features negatively affect consumer decisions? A review of evidence, ESRI Research Series 78.

[54] 选择以不同的方式呈现会影响决策结果。正如 IOSCO 对这个术语的定义,“选择架构是指向消费者展示选择的不同方式。呈现的选择方式不同,从而改变了消费者的选择结果”。See IOSCO Report on Retail Distribution and Digitalisation. “选择架构”一词最早由因“助推理论”获得诺贝尔奖的行为经济学家理查德·塞勒(Richard Thaler)提出,用来描述如何利用行为经济学的理论来影响选择结果,而不改变其客观价值。

过程的一个重要因素。^[55] 因此,一个特定的架构可能会诱使散户投资者比原来更加频繁地进行交易,或者以超出其自身风险承受能力的方式进行交易。此外,追求利润最大化的经纪商可能有充分的动机制定复杂的定价结构,而散户对此很难理解。^[56] 这是一个从根本上需要监管和监督的问题,辅之以有效的执法行为,并在一定程度上对投资者进行教育。

(十三)“漂绿”风险增大

“漂绿”可以发生在整个投资价值链中。“漂绿”摧毁了对可持续金融产品披露的必要信任,包括对零售部门的信任。2021年11月,IOSCO发布了两个旨在解决“漂绿”问题的建议,一个针对资产管理领域,另一个针对ESG评级和数据提供商,其中IOSCO呼吁对ESG评级和数据提供商进行监督。随后,IOSCO于2022年11月发出行动呼吁,希望机构和行业协会提高自定规则的标准,促进其成员根据IOSCO的建议采取良好做法。^[57]

IOSCO关于《可持续金融市场和产品背景下的散户投资者教育(2022年8月31日)》的报告指出,证券监管机构越来越关注可持续金融主张是否准确,以及投资者是否拥有评估可持续金融产品所需的信息。为了作出明智的决策,散户投资者需要了解此类产品的特征。因此,该报告明确了一些主要挑战和合理做法,以制定有关这些事项的教育内容,并开展教育活动,向投资者告知可持续金融投资的特点和风险。此外,该报告列举了监管机构应当考虑开展的教育活动的类型,同时将可持续金融和散户投资者在市场中的参与度考虑在内,举例如下:

1. 向散户投资者介绍如何获取与可持续发展相关的信息,以及如何搜索和理解其所提供的产品是否符合他们对可持续发展的相关偏好。
2. 支持市场参与者提出的倡议,帮助散户投资者了解ESG认证、标

[55] Thaler, R. H. & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press.

[56] Carlin, B. I. (2009). Strategic price complexity in retail financial markets. *Journal of Financial Economics*, 91(3), 278-287.

[57] IOSCO 可持续金融工作组于2022年11月发布了一份行动呼吁附带促进良好做法的工作流程,其中包含IOSCO在2021年11月发布的报告中提出的建议。See *Callfor Action (IOSCO Good Sustainable Finance Practices for Financial Markets Voluntary Standard Setting Bodies and Industry Associations)*.

签和评分,并鼓励和促进培训活动的开展,帮助金融顾问更好地理解“漂绿”行为,以及应采取怎样的措施保护投资者免受未经证实或误导性的可持续性主张的影响。

在此背景下,该报告强调了可持续金融教育的三个目标。

第一,提高认识。各调查报告均强调,并非所有散户投资者都能够意识到存在不同类型的可持续金融产品(在某些情况下,他们不知道 ESG 代表什么)。在其他情况下,散户投资者需要认识到与可持续投资相关的风险和机会。

第二,加强理解。目前情况的特点是缺乏共同的语言、定义、标签、衡量标准等,这是一个既定事实,不应妨碍监管机构采取行动。提高投资者对当前形势的认识是第一步,但监管机构还应帮助散户投资者了解什么是可持续投资、在哪里可以找到可持续金融产品的基本信息、对可持续金融产品的期望是什么、如何减轻“漂绿”行为的风险,以及其他可供散户投资者予以考虑的有价值的信息。

第三,将认识和理解转化为知情决策。金融教育可以帮助散户投资者识别机会和降低风险,以支持其作出更好的金融决策。

该报告补充了 IOSCO 在该领域作出的其他努力,包括可持续金融工作组的工作,该工作组建议“证券监管机构和政策制定者应考虑制定与可持续性相关的金融和投资者教育举措,或者在适用时加强现有的与可持续性相关的教育举措”(IOSCO《关于资产管理中与可持续性有关的做法、政策、程序和披露的建议报告》,2021 年 11 月)。

三、数字化、社交媒体与零售交易

1. 社交媒体对零售交易决策的影响越来越大,欺诈风险显著增加。
2. 以散户投资者为目标对象,围绕加密资产投资进行炒作的行为不断增多,加剧了各种适用性问题,加大了欺诈平台和骗局的影响,这些情况都可能造成散户投资者的损失。
3. 证券市场中出现的传统风险,如交易对手风险、结算风险、流动性风险、欺诈风险以及投资者资金损失风险等,可能与加密资产和所谓的 DeFi 市场有关。
4. 不当的在线营销和“社交媒体影响者”活动加剧了零售行为问题和漏洞。

背景

在海量信息来自社交媒体、投资者追求收益的环境下,散户投资者可能会越来越多地转向投资高风险产品,此类产品有时杠杆程度很高,而散户投资者没有接受财务建议。公司可以通过使用系统的目标定位和某些技术(如交易环境的游戏化)来操纵这些零售模式,这对毫不知情和缺乏经验的散户投资者十分不利,这表明监管机构需继续加强监管行动(包括落实投资者教育计划,以积极的态度、方法和行为扩大知情投资者基数)。这些风险不仅增加了产品销售不善的风险,而且加剧了通过社交媒体促进的“羊群行为”。某些现货市场(如非证券的加密资产现货市场)缺乏金融教育和监管监督,可能会进一步加剧潜在风险。这些风险的影响叠加在一起,可能会使散户投资者遭受超过其风险承受水平的损失。

值得注意的是,在 IOSCO 成员的调查报告中,社交媒体对散户投资者的影响成为一个共同的主题。虽然社交媒体可能为投资者提供某些便利,例如便于信息的获取和传播(包括金融知识),但它也带来了与错误信息、市场操纵和不当投资相关的潜在风险。许多接受调查的 IOSCO 成员都注意到,有越来越多的人使用社交媒体或在线平台,以散户投资者为目标,通过更为复杂的方式将其引入骗局之中。^[58]

便于使用和访问的移动交易 App 和在线平台,以及过度依赖搜索引擎问题进行的研究构成了零售投资决策的基础,这些因素都可能会引导零售投资者进行自我交易,在某些情况下,这些决定是在不知情的情况下作出的。此外,除了社交媒体影响者活动之外,由非正式建议或信息产生的风险还存在于一系列非正式来源中,包括家人和朋友,以及尚无法给予正式建议的专业人士。

未经授权的公司经常以社会中的弱势群体为目标,因为其运用技术手段,可以更容易地接触到更广泛的群体,并快速消失以避免被发现。IOSCO 的成员还强调了投资加密资产的各种零售风险,包括自主交易。

[58] 例如,香港证监会(SFC)观察到,越来越多的散户投资者成为通过社交媒体平台进行的 pump & dump 骗局的受害者。这些骗局约占 SFC 目前正在调查的市场操纵案件的 20%。2020 年,拨打 FCA 消费者服务热线,举报社交媒体诈骗的消费者数量增加了 1 倍以上。消费者对高回报的渴望和金融知识的匮乏可能导致消费者成为骗局的受害者,57% 的成年人表示其自身金融能力低下。

虽然利益相关者提到了数字化和社交媒体的积极影响,但他们也对下文讨论的各种衍生问题表示担忧。社交媒体的发展趋势可能会对监管行为产生一系列负面影响,并提升欺诈风险。下文从技术的角度分析了一般性风险,更具体地说,是社交媒体以及技术是如何用来帮助实施欺诈行为的。

(一) 加密资产趋势及相关风险

作为一种全球现象,加密资产在散户投资者中越来越受欢迎。^[59] 散户投资者对加密资产的兴趣呈指数级增长的主要原因如下:加密资产交易的便利性(允许小额投资)、24 小时在线交易、炒作现象、害怕错过(fear - of - missing - out, FOMO)^[60] 和传统资产类别的低回报率。

IOSCO 对交易平台、中介机构、散户投资者三者所发挥的作用进行了详细的分析。IOSCO 有专门的国际协调小组,如 IOSCO 的金融科技工作组(FTF),其所进行的加密货币和数字资产(crypto and digital asset, CDA)、DeFi 的工作,旨在分析和应对加密资产领域的市场诚信和消费者保护问题。

IOSCO 成员强调了加密资产对散户投资者的风险,包括:

1. 由于缺乏潜在价值和价格高波动性,不适合大多数散户投资者。^[61]
2. 在没有基本投资者保护的条件下交易。

[59] 最近的研究显示,到 2022 年年初,投资加密资产的新兴趋势,使得全球范围内已有超过 2 亿投资者持有加密资产。FCA 报告称,拨打求助热线,询问潜在加密资产骗局的人数越来越多。See UK FCA's Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement. 彭博社报道称,自上年 11 月比特币达到约 69,000 美元的最高点以来,已经暴跌了 70%,至今仍有创伤。Coinbase 在第二季度财报中表示,“其核心零售客户不太活跃,正处于观望状态”。

[60] FOMO 定期在社交媒体平台上发布广告,比如 Facebook,Reddit 论坛,并经常被社交媒体影响者引用,他们将加密资产作为一个“改变生活”的投资机会进行营销。

[61] 印度银行于 2021 年 4 月发布了《关于虚拟货币的消费者警告》,警告消费者购买或投资加密资产的风险,包括所谓的虚拟货币、虚拟资产和加密货币,同时提到了其具有的极端波动性和传统保护措施缺乏。同样,在 2021 年 1 月,德国联邦金融监管局在其网站上更新了警告通知,再次提醒消费者注意直接或通过金融 CFDs 或加密资产价格的证书投资加密资产的风险。意大利金融市场监管局和意大利银行对加密资产的固有风险提出了警告,特别是针对小额储户。

3. 存在安全漏洞,可能导致投资者的加密资产损失。

4. 与加密资产相关的欺诈活动和骗局。^[62]

本报告确定了加密资产市场中可能对散户投资者产生影响的某些重点领域。IOSCO 正在进行全面分析,其中包括投资者保护问题。在回答本报告提出的问题时,一些 IOSCO 成员指出,当下流行的无担保加密资产不具有内在价值,它们的定价是基于对其他各方准备将其作为交换媒介或货币等价物,或者这些加密资产可以作为投资工具进行交易的预期和信任。除一些稳定币^[63]外,加密资产 also 具有很高的波动性。鉴于加密资产所具有的风险,它们可能不适合大多数散户投资者。加密资产、与加密资产有关的金融工具^[64]的价格也是不透明的,以发行代币的方式促进各自交易的加密资产平台的透明度较差,其披露义务也不够明确。使用加密资产平台的散户投资者应该能够确定他们存储在平台热钱包中的加密资产是可以按需赎回的,并以一对一的方式呈现,最好由独立审计机构(如外部法定财务审计)进行核实。^[65] 在加密资产平台

[62] See March 2022 ESMA warning: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/eu-financial-regulators-warn-consumers-risks-crypto-assets>.

[63] 与其他加密资产相比,稳定币的价格波动性较小,可以与特定资产挂钩或由特定资产予以支持,通过算法控制其价格或让其价格自由浮动。应该指出的是,目前交易的几个稳定币没有标的资产的财力支持,稳定币持有者无权按面值赎回。OR01/2020 Global Stablecoin Initiatives (iosco.org)。

[64] 2022年8月,ASIC发布了REP第735号文件,该报告调查了新冠疫情暴发后的一段时间内散户投资者的动机、态度和行为。其中一个调查主题为散户投资者对加密资产的兴趣。在接受调查的1053名散户投资者中,44%的人表示其持有加密资产,这一数据使加密资产成为仅次于澳大利亚股票(73%)的第二大常见的产品类型。在接受调查的持有加密资产的投资者中,有1/4的人表示,加密货币是他们投资的唯一产品。该项研究同时表明,除银行交易平台(31%的受访投资者使用)之外,投资者最常用的三个平台都专门从事加密资产的投资活动。只有20%的加密资产投资者认为他们的投资方法是“冒险的”。2022年10月19日,OSC公布了对2360名加拿大人的在线调查结果,该结果详见 chrome-extension://efaidnbmninnbpcajpgclclef-indmkaj/https://www.osc.ca/sites/default/files/2022-10/inv_research_20220928_crypto-asset-survey_EN.pdf。调查发现,13%的加拿大人目前拥有加密资产或加密基金。据报道,50%的加密基金低于10,000美元,53%的加密资产低于5000美元。调查还发现,加拿大人对加密资产或加密基金的了解和经验十分有限。

[65] See CoinSpot – The First Australian Cryptocurrency Exchange to complete an External Statutory Financial Audit – CoinSpot([zendesk.com](https://www.coinspot.com.au))。

FTX 交易所破产之后,确保加密资产平台向散户投资者发行的代币是可赎回的信息披露是至关重要的,如果加密资产平台面临流动性危机,投资者有权知道他们对此类代币享有怎样的权利以及这些权利的行使是否不受限制。^[66]

目前,许多加密资产活动和市场运作不遵守相关法律规定或不受监管。在某些法域,加密资产可能因符合证券、衍生品或其他金融工具的标准而受到监管,而在其他法域,加密资产活动可能不在监管范围之内。即使加密资产活动在现有的监管范围内,市场参与者也可能在不遵守适用法规的情况下运作。因此,尽管一些国家已经建立了国家框架来规范风险,^[67]但加密资产市场缺乏重要的消费者和市场保护制度,包括缺少向购买加密资产的投资者披露重大信息的制度[无论发行的产品的标签如何,如首次代币发行(initial coin offering, ICO)、首次交易所发行(initial exchange offering, IEO)、在去中心交易所上进行的首次代币发行(Initial Dex Offering, IDO)、非同质化代币(Non-Fungible Token, NFT)等]。

作为对公众咨询的回应,一位利益相关者告知 IOSCO,他对持牌投资顾问这类专业人士进行了研究。持牌投资顾问称,55%的客户正在询问有关加密资产的投资建议,但只有9%的持牌专业人士提供了此类建议。当被问及不提供咨询建议的两大原因时,这些专业人士指出:(1)执牌持有者、公司或雇主不允许他们提供咨询建议(39%);(2)这不是他们想提供建议的领域(35%)。拆分原因,他们提到的问题和担忧如下:

1. 加密资产是不受监管的金融产品,因此专业人士将在监管之外行事。
2. 没有专业赔偿保险来保护专业人员的建议。
3. 雇主公司不允许提供投资建议,这意味着专业人士也不受雇主保护。

这一反馈凸显了当前加密资产市场的另一个重要问题。由于某些

[66] See FTX and Binance's ongoing saga; Everything that's happened until now (cointelegraph.com).

[67] 例如,法国于2019年5月为在法国经营的ICO和加密资产服务提供者(CASP)引入了《企业发展与转型法》(PACTE)。

法域监管不合规或缺乏监管框架,散户投资者无法获得专业建议,只能借助其他渠道获取信息,购买加密资产,但是这些信息是由不具有正式资质、法定义务或者监管监督职责的各类主体提供的,因此无法给予散户投资者适当的投资建议,同样无法出于对产品购买者利益的考量而实施相应的行为。^[68]

此外,由于某些法域的监管不合规或者缺乏监管监督框架,加密资产交易平台上的交易往往没有针对欺诈、操纵、内幕交易和抢先交易等现象的投资者和市场保护制度,这给惩治不法行为者以及保护被欺诈投资者带来了额外的挑战。交易透明度较差,缺乏统一的交易规则或标准,以及缺少受监管的中介机构的参与等问题都是 IOSCO 的研究重点(参见本文“IOSCO 加密资产路线图”)。

迄今为止,各法域已经采取行动以规范加密资产市场。在欧盟,欧洲当局起草了《加密资产市场监管法案》(MiCA)^[69],该法案拟对上述各问题进行解决,包括许可标准、加密资产服务提供商和基础设施(如交易平台)的监管措施、所有加密资产发行人的披露义务,以及“稳定币”发行领域的投资者保护要求等。2022年10月5日,欧洲议会经济和货币事务委员会(the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, ECON)以28票赞成、1票反对的结果通过了 MiCA 的大致框架^[70]。随后, ECON 还以压倒性优势批准了一项关于《资金转移条例》(ToFR)的临时协议,这是一项反洗钱法案,要求在以加密资产方式进行的资金转移中包括付款人和收款人的数据。MiCA 和 ToFR 预计将于2023年2月^[71]由欧洲议会全体会议投票表决。在此之后,将开始一个为期12~18个月的规则制定过程,新的法律实行指导方针将于2024年某个时间制定完毕。

[68] 事实上,这个行业机构的调查证明了这种担忧,62%的投资咨询专业人士回应称,他们的客户因购买复杂的产品(如加密资产)而遭受了经济损失,而遭受经济损失的客户中,有90%的人是在没有获得专业建议的情况下实施了投资行为。换言之,这些客户要么是自主投资,要么是接受社交媒体影响者、朋友或家人的推荐进行投资。

[69] EUR-Lex-52020PC0593-EN-EUR-Lex(europa.eu).

[70] AG(europa.eu).

[71] See Delays Vote on MiCA Crypto Legislation Until February(coindeskEU.com).

其他法域也采取了相应的执法行动,以解决加密资产市场的监管不合规问题。例如,SEC 迄今已处理 100 多起此类案件,涉及加密资产市场参与者各种违法行为。最近的案件包括 Trade Coin Club 事件,这是一个欺诈性加密资产庞氏骗局,其从全球 10 万多名投资者处筹集了超过 82,000 枚比特币,当时价值 2.95 亿美元;指控 Bloom Protocol 有限责任公司进行未经注册的加密资产证券额的 ICO;Coinbase 一位前产品经理以及他的朋友进行内幕交易,他们多次宣布某些加密资产将在 Coinbase 平台上进行交易;金·卡戴珊(Kim Kardashian)在社交媒体上宣传以太坊(EthereumMax)项目提供和销售的加密资产证券,但没有披露她收取的推广费用。SEC 在其网站上发布了一份与加密资产有关的持续执法行动计划^[72]。

2022 年 10 月,金融稳定委员会(Financial Stability Board,FSB)发布了一份关于加密资产活动国际监管的拟议框架,该框架的核心部分如下:

1. 建议促进加密资产活动和市场监管监督标准的一致性和全面性,并加强国际合作、协调和信息共享。

2. 修订关于“全球稳定币”的监管、监督和监察措施的建议,以更有效地应对相关的金融稳定风险。

该拟议框架基于“相同活动,相同风险,相同监管”的原则:如果加密资产和中介机构与传统金融部门的工具和中介机构发挥的作用相当,它们就应受到相同的监管。监管还应考虑到加密资产具有的崭新特征和特定风险,并解决因加密资产体系与传统金融体系之间联系日渐密切而产生的影响金融稳定性的潜在风险。

加密资产(如稳定币)可以广泛用作支付方式或价值储存介质,由于它们可能给金融稳定带来巨大风险,所以对其应当适用高监管标准。关于“全球稳定币”的监管监督的修订建议草案加强了用户行使回赎权的保障措施,同时要求进一步健全稳定机制。

(二) IOSCO 加密资产路线图

IOSCO 的加密资产路线图包括两个重要的工作流。第一个涉及加

[72] See SEC.gov | Crypto Assets and Cyber Enforcement Actions.

加密货币和 CDA,第二个涉及 DeFi。这两个 workflow 将主要侧重于分析和应对加密资产领域的市场诚信和投资者保护问题。IOSCO 的工作将通过与相关 workflows 的持续密切衔接,纳入 FSB 的金融稳定议程。IOSCO 对其成员的咨询报告显示,鉴于市场对加密资产及其跨境性质的兴趣日益浓厚,有必要通过 IOSCO 的金融科技工作组等组织进行国际协调。

(三) 包括 DeFi 的产生与发展的其他技术风险

除了加密资产本身,IOSCO 成员还强调了一系列与技术相关的零售风险。DeFi^[73]是一个可能成为新型风险来源的新兴技术领域。DeFi 试图复制传统的金融(TradFi)的产品和服务,但目前,DeFi 市场参与者的行为不遵守相关监管,或不在监管范围之内。

DeFi 的革命性在于,通过消除对一些传统金融中介机构和中心化机构的需求,试图构建去中介化和去中心化的生态系统。DeFi 中的许多金融产品、服务、安排和活动反映了更传统的证券和衍生产品、服务、安排和活动,在某些情况下与之重叠。DeFi 中除了存在一定的新风险外,同样存在信用风险、流动性风险、操作风险等传统风险。因此,要想了解 CDA 带来的风险,就必须了解 DeFi 带来的监管影响,并需要分析 DeFi 的整体情况,以及其与集中式加密资产交易平台、服务提供商、传统市场和活动之间的相互关系。DeFi 可能会对传统的金融监管方法提出挑战,因为其所使用的技术会产生新的风险,例如对共识机制的操纵。然而,证券市场中出现的“传统”风险,如交易对手风险、结算风险、流动性风险、欺诈风险和投资者资金损失风险,也存在于 DeFi 市场中。如果 DeFi 市场和参与者(如中介机构)未能遵守适用的法律,投资者和其他市场参与者通常可能缺乏投资者保护和其他类型的保护(如防范网络风险),并且面临更大的欺诈风险,而通过私人手段或政府执法手段补救的能力有限。因此,与类似的受监管的传统产品相比,投资者可能无法享受到人们可能期望的那种监管保护。

公开报告显示,DeFi 也存在技术风险,包括恶意技术活动的风险,例如黑客攻击,以及智能合约或基础协议中的编码错误问题。DeFi 自

[73] DeFi 通常是指使用智能合约提供的分布式账本技术产生的金融产品、服务、安排和活动。

动执行智能合约中使用的代码质量可能需要经过严格的技术审查,以确保它们可供散户投资者使用。由于 DeFi 产品和服务的结构,加之区块链技术固有的重大操作风险,投资者也可能受到额外的伤害。

(四) 社交媒体对零售交易行为和决策的影响

1. 社交媒体的影响和风险

在过去 10 年中,社交媒体已经最大限度地融入零售投资领域。社交媒体可以为用户提供许多投资机会,无论其是否真的在找寻投资机会,这很可能使投资者极其容易地接触到不当的、具有误导性或欺诈性的投资机会。

各 IOSCO 成员的反馈表明,散户投资者,尤其是年轻投资者,正在密切关注社交媒体活动,并越来越倾向于通过包括社交媒体在内的各种信息来源渠道分享自身的投资建议、寻求投资信息。他们的投资决策更容易受到社交媒体以及朋友、家人投资的影响,而不是依靠拥有市场交易知识的专业投资顾问。^[74]

随着散户参与度的提高,成员们发现,散户投资者用来交流投资技巧和交易策略的博客、社交媒体平台和即时通信 App 的受欢迎程度大幅提高。目前,注册经纪商和投资顾问现在经常使用照片墙(Instagram)和推特(Twitter)等社交渠道推销他们的产品和服务;散户投资者则使用这些平台和其他平台[包括脸书(Facebook)和抖音(TikTok)]来了解和研究他们认可的投资机会。注册实体如果负责任地使用社交媒体,很可能为使用这些社交媒体的投资者群体提供重要信息。但不幸的是,现在人们往往使用社交媒体对商品和服务进行过度宣传,同时出现了信息不平

[74] ASIC 发布的 REP 第 735 号报告显示,投资者正在使用数字渠道和社交媒体平台获取投资信息,而不是在作出投资决策之前进行彻底的尽职调查。ASIC 最近发布了关于散户投资者动机、态度和行为的 REP 第 735 号报告,该报告显示,散户投资者为获取信息访问最多的社交媒体是“油管”(YouTube)(20%)、“Facebook”(11%)、“播客”(10%)和“金融社交媒体影响者(如在社交媒体上)”(10%)。当投资者被问及在过去 6 个月里是否注意到各种渠道的投资广告时,69%的人回忆说看到了一些广告,其中 YouTube(28%)、Facebook(23%)和谷歌(22%)是投资者提到最多的广告渠道。

衡的问题。社交媒体对散户投资者决策过程的影响是广泛而多样的。^[75]

IOSCO 成员指出,社交媒体可能会以多种方式影响散户投资者的行为和决策,对此现象的普遍看法有以下几个方面:

(1) 零售部门过分依赖社交媒体作为信息来源。^[76]

(2) 社交媒体可能与交易行为总量的增加有关(特别是在特定群体中)。也就是说,社交媒体可能会通过支持自主交易或增加市场参与度来影响散户投资者的行为。

(3) 社交媒体可以用来传播虚假信息或“谣言”,社交媒体也可以实施“羊群行为”。因此,散户投资者可能容易受到社交媒体上虚假信息的影响。

(4) 特定个人如社交媒体影响者和名人,可能会利用社交媒体影响散户投资者的行为和决策。

(5) 在社交媒体上提供的建议通常是未经许可的,这些建议可能使散户投资者暴露在风险之下。

(6) 除了未经许可的行为,社交媒体也可能被故意用作欺诈工具,骗子经常利用社交网络散播欺诈性投资建议。

2. 社交媒体影响者和名人在社交媒体上的影响力越来越大

多个 IOSCO 成员指出,“名人”、“社交影响者”和“社交媒体影响者”^[77]通过社交媒体影响零售产品销售的程度越来越高,其中包括以下方面:

(1) 金融投资影响者的数量大幅增加。

[75] 例如,魁北克省金融市场管理局报告了最近一项关于 FOMO 的调查结果,该调查发现年轻人认为社交媒体是一个很好的获取投资信息的渠道。

[76] 例如,SFC 指出,2021 年的一项调查显示,49% 的股票投资者从社交媒体上获取股票投资信息。FINRA 指出,虽然使用社交网络并不是一个新趋势,但最近的一项调查显示,14% 的新散户投资者在作出投资决策时将社交媒体作为信息来源。See FINRA Investor Education Foundation and NORC at the University of Chicago, *Investing 2020: New Accounts and the People Who Opened Them* (Feb. 2021).

[77] 社交媒体影响者通过社交媒体提供有关投资的信息和建议。它们通过各种渠道,如 YouTube、Instagram、Facebook、Twitter、Spotify 和网站等各种渠道来吸引受众。它们分享投资知识或讨论它们的投资组合,但也会提供从培训、课程、会议到订阅一个有人数限制的虚拟社区等各种服务。在某些情况下,社交媒体影响者会推荐其粉丝成为特定投资公司的客户。See *The pitfalls of “finfluencing”*, Dutch AFM.

(2)名人代言在零售决策方面的影响力,[78]以及无牌金融顾问在社交媒体上提供激进性投资建议的可能性。

(3)投资者关注社交媒体上的“影响者”,将其作为投资决策的信息来源,包括无牌的海外投资顾问。

(4)当地知名人士(运动员、企业家)在“变相广告”中谈论“成功”的投资经历,旨在说服投资者。

社交媒体的使用可能有助于公司以未经授权或以其他方式不合规地提供金融产品或进行融资,或者使公司不遵守法域内所适用的法律。这种使用也可能使不当行为在不受监管的领域内肆意发展。虽然投资者之间的积极讨论可能会提升市场活力,但散户投资者应该警惕那些自称为“投资大师”、提供可疑投资建议,以及可能利用社交媒体的匿名性传播虚假或误导性信息的无良人士。

AFM 对 150 多名社交媒体影响者进行了一项探索性研究,[79]得出了以下结论,并提醒社交媒体影响者和经纪人注意这些规则:

(1)社交媒体影响者让投资变得更容易,但其并不总是把投资者的利益放在首位。

(2)社交媒体影响者发布的信息不具备中立性,并且缺乏透明度。

(3)存在无牌情况下提供投资建议的风险。

(4)部分社交媒体影响者推广有风险的产品。

(五) 社交媒体上的营销实践

据报道,社交媒体上的广告有时很激进,经常提供虚假性或误导性信息。在不受监管的人员或公司利用社交媒体发布广告的情况下,由此进行的信息交流往往不受金融监管机构的监督。自新冠疫情暴发以来,这一趋势一直在持续。经纪商、投资顾问以及诈骗犯越来越多地利用社交媒体招揽投资者,他们在 Facebook、Twitter 和 Instagram 上有很强的存在感。

[78] 例如,SEC 指控一位名人在社交媒体上宣传一种加密资产证券,但没有披露她收取的推广费用,以此提醒名人和其他有影响力的人,避免通过推广活动违反联邦证券法。这位名人最终同意和解,支付 126 万美元的罚款、追缴和利息,并配合 SEC 进行调查。SEC.gov|SEC Charges Kim Kardashian for Unlawfully Touting Crypto Security.

[79] 同前注[75]。

与 IOSCO 的早期调查的结果一致,^[80]许多 IOSCO 成员回应说,他们观察到通过社交媒体和销售技巧进行的激进营销行为并不符合客户的最佳利益。成员们亦报告了误导营销的例子,例如通过赞助明星运动队或与之建立起联系,这可能会给人以误导性的印象,认为 CFDs 等复杂的投机性产品可以通过提高一般品牌的知名度从而更适合大众零售市场。^[81]

同样,IOSCO 圆桌会议的反馈强调了日益复杂的营销手段,其以暗补丁的形式出现,例如在加密资产领域,一方比另一方有更多的金融知识贮备,这是金融市场认知科学的整合。在散户投资者独特的投资宏观环境和新冠疫情流行的大背景下,已经有新的问题出现,从监管的角度来看,这些问题可能会加剧零售行为问题。

信息来源的激增以及散户投资者如何从不同平台获取信息是另一个重要问题。一些受访者指出,金融咨询的博客、无牌的名人和社交媒体影响者在社交媒体上的代言或推荐、消息群中的讨论,以及高风险产品的营销活动和销售技巧(如谷歌或 Facebook 广告),都可能让散户投资者不知所措。这一来源列表可以扩展到其他在线信息来源,如政府网站、银行或其他受监管的金融机构提供的金融信息以及比较网站。

例如,近年来,FCA 已采取措施以减少以散户消费者为目标对象的高风险的营销活动。FCA 对于许多高风险投资的发行人限制权力有限,因为这些公司在发行高风险产品时往往不在监管范围之内。然而,FCA 可以就他们对投资产品的营销行为制定金融促进条例。被授权的公司实施金融促销活动或者传播与该活动有关的投资信息时,必须遵守这些条例的规定。为了保证金融促进条例更好地实施,同时有效保护消费者权益,FCA 必须在线监控金融推广活动。^[82] 这使 FCA 能够识别和打击

[80] See Report on Retail OTC Leveraged Products and Report on Cross-Border Distribution and Digitalization.

[81] 爱尔兰中央银行在 2015 年的一项审查中发现,营销材料对于 CFDs 的风险以及产生收益的概述,并不总是以一种十分平衡的方式呈现。

[82] FCA 与在线平台密切合作,以确保他们能够履行其作出阻止在线广告危害的公开承诺。例如,自从他们与谷歌合作并制定出新的金融服务广告政策以来,FCA 观察到在谷歌平台上未经授权的实体所发布的不合规的付费广告数量大幅减少。

不合规的金融推广活动以及公司或个人未经授权提供的广告服务或投资骗局。FCA 试图通过发布消费者警报、删除网站等措施来阻止这些活动的发生。^{[83][84]}

多位 IOSCO 成员指出,社交媒体可能会促进过度投机,并导致非基于基本面的投资。以下是在社交媒体中观察到的一些常见的欺诈模式:

1. 欺诈者使用社交媒体平台如 Instagram 和 Facebook 的广告或页面、谷歌广告来吸引消费者。它们宣传不适合绝大多数人的高风险投资活动,发布虚假性或误导性广告,在当地监管机构管辖范围内或超过其管辖范围实行欺诈活动。

2. 一些不良行为者可能会将社交媒体作为操纵市场或进行欺诈的工具,它们发布关于对某些股票的误导性意见或建议,并根据这些意见或建议进行交易以获取非法利润。

3. 一些不受监管的公司或数字平台也不遵守法域的法律规定,它们通过社交媒体宣传投资计划或向公众筹集资金的计划。这不仅使散户投资者暴露在不服监管信息要求的高风险产品中,还可能暴露在庞氏骗局或非正式活动中,从而受到欺诈或诈骗。^[85]

(六) IOSCO 成员关于社交媒体对散户投资者总体影响的看法

总体而言,IOSCO 成员认为社交媒体对散户投资者行为和决策的影

[83] 2021 年,FCA 发布了 1410 份关于未经授权的公司和个人的消费者警报,比 2020 年增加了 18%。这些警报中仅有不到 30% 与“克隆骗局”有关,其中许多与违反在线金融促销限制有关。

[84] FCA 在其《2020/2021 年度报告》中指出,未经授权的实体越来越依靠《金融促进条例》(英国在该领域的立法)中与“高净值”和“老练”投资者有关的豁免规定,以推销高风险投资。FCA 发现,有证据表明,增强《金融促进条例》的实施力度反而导致更多未经授权的发行人使用或声称使用豁免规定,针对普通消费者进行高风险投资和诈骗。此外,未经授权的公司通过指导普通消费者进行自我评估来滥用这些豁免规定。不适格的投资者往往是被不受监管的公司“推”过测试的。

[85] 例如,一个有趣的诈骗模式是,在“国际恋情骗局”中,诈骗者使用社会化网络服务或社交 App 接近受害者。犯罪者在多次聊天之后,受害者会认为行骗者是自己的朋友或爱人,此时,行骗者会向受害者推荐特定的海外场外衍生品服务商,这实际上是一种骗局。最初,交易似乎进展顺利,受害者被邀请进一步投资。然而,最终受害者无法取款,相关服务也突然终止。据观察,最近这种诈骗模式在某些司法管辖区普遍存在。参见 http://www.kokusen.go.jp/e-hello/news/data/n-20200213_2.html。

响是负面的,并表示出一系列的担忧。IOSCO 将进一步探讨在零售投资决策中过于频繁地使用社交媒体会对监管产生哪些影响,以及社交媒体可能以怎样的方式影响散户投资者的行为和决策。在第7章中,IOSCO 进一步探讨了监管机构在应对与社交媒体和其他新兴风险相关的欺诈行为和不当行为时,可以采用的监管工具类型。

许多受访者表示,与社交媒体平台进行直接且密切的合作可以发挥至关重要的作用,特别是在评估散户投资者不同参与方法的效率方面。一些成员进一步建议,应赋予互联网公司某些与投资者保护有关的义务。例如,FCA 参与了围绕英国《网络安全法案》的讨论。在《2021/2022 年度报告》中,FCA 对英国政府发布的法案表示支持,该法案将规定对最大的在线平台征税,以保护消费者免受欺诈性付费广告带来的损失,同时将与欺诈犯罪有关的内容列为“优先”非法内容。

四、不断演变的欺诈方式,关键行为问题

1. 零售欺诈行为的数量呈上升趋势。金融服务的日益数字化、投资者对在线分销方式的日渐熟悉都为欺诈者提供了更容易、更廉价的传播虚假信息的方式,帮助他们接触到更广泛的目标受众,使他们能够参与“监管套利”,试图逃避侦查和起诉。

2. 虽然欺诈者继续使用传统手段实施欺诈(互联网和技术的使用大幅增加),但基于加密资产或技术手段的新型欺诈方式正不断增多。这种欺诈行为主要是通过模仿,在零售领域使用行为技术,据此,欺诈活动伴随着海量的数字营销和促销活动。

3. 境外外部行为者欺诈行为的威胁仍然是一个持续存在的全球问题。IOSCO 有责任解决监管机构在跨境网络欺诈方面所面临的问题,并努力找出共同问题,寻求加强跨境合作的途径。

4. 当位于其他法域的公司跨境提供产品时,监管挂钩或监管套利、跨境活动带来的法律问题以及缺乏在线跨境交易数据,均使监管行动难以推进。这反过来又使对跨境案件的监督和执法具有挑战性。若各法域之间能够不断加强彼此间合作,可能有助于解决这些问题。

5. 针对在线和跨境欺诈行为,可能需要全面修订监管方法并保障其顺利实施。监管机构应考虑与国内外金融参与者合作,更重要的是,与服务提供商和在线平台合作,以打击零售欺诈行为。

6. 监管机构应考虑建立补救机制,以加快挽回零售业损失。

背景

本章建立在对第 2 章和第 3 章近期零售趋势的描述之上,它考虑了不断演变的欺诈方式以及新出现的行为问题。根据成员的反馈,本章介绍了一些新型欺诈模式,以及诈骗者如何使用新的技术手段以实现这一目的。

当前的市场环境可能为欺诈公司或不遵守辖区内法律规定的公司的欺诈活动提供了肥沃的土壤,其原因在第 2 章中予以介绍,尤其是在过去两年,欺诈行为的数量以及散户投资者损失均显著增加证明了这一情况。^[86] 这与新冠疫情暴发产生的影响相吻合。

新冠疫情给投资者带来的压力、个人经济困难、近期波动事件、散户投资者对合成杠杆的使用频率增加,以及技术发展等相互作用的因素都可能导致欺诈程度加深,并为欺诈行为的发生创造了机会,特别是第 2 章和第 3 章中分析的一些技术发展似乎使一些新型诈骗技术得以出现与传播。^[87]

(一) 最常见的欺诈与骗局

咨询反馈强调了零售欺诈的新趋势和演变,重点是零售市场中欺诈行为的新发展。

受访者主要描述了持续存在的欺诈行为并将其分成两类,这两种欺诈都可能与在线网络有关:(1)传统类型的欺诈行为,如庞氏骗局和未经授权的支付;(2)通过技术渠道实施的新形式的加密资产或基于技术手段的欺诈行为(通过模仿、在零售领域使用行为技术)。

[86] 为了量化零售损失,FCA 发布的数据显示,从 2020 年 4 月到 2021 年 3 月,英国有 23,378 名消费者报告称,投资欺诈造成的损失估计为 5.69 亿英镑,比 2018 年增长了近 3 倍。See UK FCA Report on Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement.

[87] 例如,FCA 注意到,向消费者热线咨询与不受监管的活动或产品有关的欺诈行为的人数有所增加。UK FCA Report on Consumer Investments: Strategy and Feedback Statement.

根据会员和利益相关者的反馈,本章介绍了最常见的欺诈类型和模式,^[88]具体如下。

1. 传统类型的欺诈行为

误导性信息或宣传材料、拉高出货:这种欺诈模式在许多法域仍然是一个持续存在的问题,短期报告中也强调了这一点。以信息为基础的操作案件(传播与金融工具价值相关的虚假或误导性信息)通常伴随“拉高出货”的发生。^[89]在一个典型的“拉高出货”中,发起人首先试图通过对该公司进行虚假性或误导性陈述来提高股票价格。在股票价格被抬高之后,欺诈者进入第二环节,他们试图通过出售自己持有的股票和向市场抛售股票以谋取利益。

庞氏骗局/金字塔欺诈计划:欺诈者的目标是引诱几乎毫无经验的散户投资产品,此类骗局通常与FX或加密资产交易有关,欺诈者承诺投资者通过大量投资将获得高额利润。利用来自新投资者的现金流支付早期投资者的利息和短期回报。产品可以是在线课程或代币式产品,只有在受害者引诱更多受害者“跟进”投资的情况下,该骗局才能持续运作。

假冒/模仿交易平台,未经授权的支付和冒充:正如《零售场外杠杆产品报告》^[90]所强调的那样,越来越多的未经授权的投资公司向投资者提供了进入虚假“交易平台”的机会,这些平台本质上是由欺诈者模拟显示具有盈利能力股票的“现场演示”。该公司代表投资者提供“投

[88] 法国金融市场监管局在2021年年度报告中指出,AMF Epargne 信息服务平台所收集到的信息中,加密资产投资、FX投资和虚假投资是请求规制不受监管实体行为的主要原因。针对法国和欧洲投资服务提供商、金融投资顾问和资产管理公司的身份盗窃行为进行规制的请求占整体的27%,并成为一种更常见的诈骗形式。See https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2022-07/AMF_RA21_EN_0.pdf (p. 55)。FCA的消费者投资数据审查(2021年4月至9月)确定了向FCA消费者帮助热线报告的主要欺诈类型是锅炉室骗局、加密货币欺诈和FCA假冒欺诈。在此期间,约有25%的警报是针对与克隆公司相关的未经授权的公司或个人发出的。

[89] 例如,在欧盟,最常见的欺诈行为之一是通过电话销售违反招股说明书要求的股票。发售者通常位于非欧盟国家,因此,该问题具有很强的跨境性质。投资者往往被告知,这些股票是上市前发行的,但首次公开募股迫在眉睫。发售股票的公司要么是冒牌公司,要么是不具备发售能力的公司。发售者不拥有这些股票,只是利用知名公司的名义来引诱投资者。

[90] Report on Retail OTC Leveraged Products, September 2018.

投资组合管理”服务。投资者把钱投进账户,最初看起来是盈利的,但最终是亏损的。在大多数情况下,临时平台或网站会出现在私人论坛中,并在一段时间后消失,不留下明显的痕迹。欺诈者有时鼓励客户安装一个支持交易的程序。事实上,这种程序被用来从客户的个人账户中窃取资金。欺诈者还冒充监管机构等受信任的实体,向潜在的受害者传播有关产品的虚假信息。

克隆投资公司:作为一种常见的欺诈模式,这种类型的骗局是指声称以合法投资、信贷、贷款方式运营的公司,尽管实际上他们没有正式的授权。虽然金融领域的身份盗窃并不是一个新现象,但它已然更加普遍,更为复杂。欺诈者越来越多地利用合法公司的详细资料来提高欺诈行为的合法性。这些诈骗公司通常使用知名持牌公司的名称,并克隆其网站,以便给人一种可靠和稳健的印象。^[91] 诈骗公司的网站通常包含一个跳转到虚假交易平台的链接,并且经常复制和引用合法公司的详细信息(名称、标识、地址、授权号码或公司注册号和电子邮件),通过电子邮件的方式与客户通信,以小字引导他们与这些公司建立联系。^[92]

提供 FX 或零售场外杠杆产品的未经授权或具有欺诈性在线平台或骗局:这种欺诈模式主要发生在网上,在 Instagram 等社交媒体上盛行。不受监管或未经授权的中介机构大多位于海外,以外国投资者为目标,为他们提供交易复杂金融产品的机会,如 FX 衍生品。他们的引诱手段包括承诺非常高额、快速的回报和高利润保证。实际上,他们鼓励人们进行大量的投资行为,直至达到一个转折点,使其账户被查封,所有通信渠道都被关闭。

[91] 正如 FINRA 在报告中所指出的,有越来越多的克隆经纪人或投资顾问冒充当前正式的投资专业人士。几家公司已告知 FINRA, 恶意行为者正在使用其法定代表人的姓名和其他信息建立冒牌网站,并可能利用这些网站收集潜在客户的个人信息,最终目的是实施金融欺诈行为。See FINRA Regulatory Notice 20 – 30, *Fraudsters Using Registered Representatives Names to Establish Imposter Websites* (August 20, 2020); <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/20-30>; FINRA Investor Insights, *Beware of Broker Imposter Scams* (July 27, 2021) <https://www.finra.org/investors/insights/broker-imposterscams>.

[92] 这些网站通常会声明没有隐藏费用或预付款项,以显得更加合法。然而,该骗局通常涉及“预付款诈骗”(在获得贷款之前预先支付费用)。

2. 基于加密资产和技术的新型欺诈活动

在全部欺诈活动中,造成最大伤害的欺诈模式仍然是“网络诈骗”。对于不法分子来说,它们风险低、基数大、伪装程度高。^[93] 受访者认为,不受监管的实体和社交媒体影响者是此类欺诈行为背后的推动力量。

加密资产骗局: 尽管最近经济低迷,但加密资产市值的大幅上涨,使这一市场领域成为骗子的首选对象。加密资产及相关产品具有高度投机性和波动性。此外,加密资产交易平台可能不受监管或不遵守监管制度,这反过来可能会引起各种散户投资者保护问题。例如,最近引人注目的一种加密资产骗局是“rug - pull 骗局”^[94]。rug - pull 骗局通常涉及骗子推广或“注入”新的加密资产、DeFi 协议或 NFT 相关项目以获得资金,然后带着投资者的资金消失。恶意开发人员经常利用虚假身份以筹集资金,并在自动执行的智能合约协议的代码中故意制造“漏洞”或缺陷,从而创建“后门”,以窃取用户资金并退出骗局。

锅炉室骗局: 这种类型的骗局涉及投资公司雇用所谓的“锅炉室”或单独的公司来接触新客户。“锅炉室”是一个场所或操作中心,通常是一个呼叫中心,销售人员在那里给潜在投资者打电话,向他们推销投机性的或欺诈性的证券。在“锅炉室”里,欺诈者直接实施诈骗行为,或者将投资者引导至他们进行欺诈的另一个网站。诈骗产品通常不包含广告所宣传的功能,或者是一个完全编造的产品。通常情况下,欺诈者利用各种通信渠道采取冷处理策略。此外,欺诈者随后可能会实施“恢复室”骗局,即犯罪者假装是一家可信的公司,帮助受害者以预付费的方式追回损失。

社交媒体诈骗: 欺诈者自诩为金融影响者,利用社交媒体与受害者接触,牟取非法利益。犯罪者向受害者推荐 CFDs 等不合适的产品,或

[93] 从 FCA 对消费者投资数据的审查结果(4月至9月21日)来看,向 FCA 消费者帮助热线报告的主要欺诈类型是锅炉室骗局、加密货币骗局、FCA 冒充骗局、恢复室骗局、FX 骗局和预付费欺诈。加密货币、养老金转账、债券和 FX 是 FCA 的 ScamSmart 网站上报告最多的投资产品或机会。在过去的6个月里,有关加密货币的报告增加了49%。在此期间,FCA 发布了735次关于未经授权的公司或个人的警报,其中约25%与克隆公司有关。

[94] 2022年 Chain - analysis 的报告显示,rug - pull 骗局给受害者造成了28亿美元的损失,约占2021年所有加密资产骗局总损失的37%。

引诱受害者将资金转入欺诈者的账户。^[95]

其他常见的欺诈和诈骗类型如下(也与未经授权的活动有关):

(1) 未经授权的在线投资组合管理活动;(2) 所谓的 ICO。

(二) 欺诈活动伴随着数字促销和网络营销

大多数时候,欺诈活动伴随着陌生电话、广告宣传、社交媒体上的虚假广告和虚假代言,以及将散户投资者培养为专业投资者的承诺,^[96]在某些情况下,其目标对象更多的是弱势的老年投资者或特定的亲和力群体。欺诈案件的多样性表明,不良行为者、欺诈公司往往通过使用创造性或误导性的发行技术来利用散户投资者的弱点。

(三) 网络欺诈行为的监管方法

网络平台上的诈骗案件越来越多,在可能的情况下,应通过立法明确义务以加强对投资者的保护,使其免受网络诈骗的非法侵害。^[97]

欺诈者能够快速找到法律漏洞并加以利用。这就是为什么监管计划(如英国在线广告计划)应该考虑对监管框架进行全面审查,不仅包括网络在线平台,还包括整个广告供应链中所有的参与者,例如广告商、平台和出版商(提供广告位)以及中介(连接广告商和平台或出版商)。因此,如果监管机构能够与第三方(如网站托管商和社交媒体公司)合作,在某些情况下,这种合作有助于减少金融骗局的营销活动,同时可以成为威慑不当行为的有效工具。

受访建议提高举报人举报欺诈行为的能力,同时监管机构应进一步加大对经纪服务的监管力度。IOSCO 成员如果将监管套利作为一个执行问题,并对其进行深入讨论,考虑潜在合作的可能性,那么一定会大

[95] Retail Market Conduct Task Force Consultation Report, March 2022. 另一个例子是, SEC 宣布起诉 8 名涉嫌 1 亿美元证券欺诈的个人,他们利用社交媒体平台操纵交易所交易股票。See <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221>.

[96] 这些服务提供了获取、操纵证券的各种可能性方法(例如,股票交易,CFDs,FX,加密资产),用户不会拿自己的资金冒险,回报显然是获取一定比例的利润。此外,还有一种被称为“与培训课程相关的融资交易账户”的欺诈行为也在不断增多。

[97] 在这种情况下,英国政府即将出台的《网络安全法案》(OSB)有望解决网络欺诈问题。它将对“用户到用户”和搜索服务提供商赋予更广泛的义务,包括评估、减轻和管理网络平台上非法内容对用户造成伤害的风险。此外,最大的网络在线平台需要建立相应的系统和流程,以防止在其提供的服务上发布或托管欺诈性付费广告。

幅提高监管效果,从中受益。

监管套利仍然是危害整个社会的一个重要问题,并削弱了成员执法行动的有效性。这是一个与网络营销和数字化背景高度相关的问题,因为网络非法活动的实施者往往利用监管漏洞和监管差异,实施欺诈行为或故意在监管较为薄弱的法域开设空壳公司。在这种情况下,IOSCO 成员可能对实施不当行为的个人、实体或者在线销售的产品没有管辖权,无法获得回应外国监管机构请求协助所需的关键信息。《零售分销和数字化报告》建议采取更多的措施来解决监管套利问题,据此,IOSCO 成员应当作出更多努力来解决监管套利问题,以促进国际执法合作,加强全球范围内的投资者保护。^[98]

(四) 跨境欺诈——问题与挑战

欺诈,特别是来自境外行为者的欺诈行为的威胁,仍然是全球范围内一个持续存在的问题。IOSCO 在《零售场外杠杆产品报告》和《零售分销和数字化最终报告》中分析了该问题产生的各种影响。许多监管机构已经发布并将继续发布关于在跨境基础上进行或推广诈骗的个人或实体的警报。监管数据显示,这些警报的数量在过去 24 个月里飙升。^[99]

由跨境活动产生的问题中的一个常见例子:未经注册或者以实施欺诈活动为主要业务的场外衍生品公司的活动被认为是有关散户投资者保护的最紧迫问题之一,因为这些公司会使用各种方法引诱受害者。一些欧盟成员国还提请注意,欧盟内部投资公司的子公司向位于欧盟的客户提供产品和投资服务,从而使散户投资者难以识别最终通过数字平台提供产品或投资服务的法律实体。开展零售经纪业务的离岸实体对有效监管和执法提出了挑战。当实体以一种相互依赖的业务分散到各个

[98] Report on Retail Distribution and Digitalisation, Recommendation 5, Enforcement Toolkit.

[99] 例如,仅在 2020 年,印度银行就发出了 24 份警告通知,披露了向爱尔兰的消费者提供金融服务或克隆爱尔兰授权实体的未经授权公司的详细信息。

法域的方式构建自身时,监管机构会遇到实践和法律理论上的困难。^[100]

ESMA 在 2018 年注意到,第三国集团内部的公司使用在线营销平台,根据客户的 IP 地址,针对位于欧盟的潜在零售客户,宣传杠杆交易率高于欧洲产品干预措施规定交易率的 CFDs。

跨境产品交易仍然是一个问题,特别是在自主交易和游戏化的背景下。一些成员强调了零售业对赌博类产品和行为日益增长的兴趣。当这些产品由位于其他国家的公司跨境提供时,就产生了一个监管挂钩问题。提供产品的公司所在的法域的监管机构并不总是主管当局,^[101]因此,在各个法域内,对提供交易 App 的公司缺乏监管仍然是一个有待解决的问题。例如,在欧洲,新型经纪商基于其他法域的服务自由(或以反向招揽为基础),运用游戏化技术向散户投资者提供服务。这些产品的跨境性质需要协调一致的监管规定。

(五) 应对跨境欺诈的公司策略、行动和渠道

许多未经授权的投资服务提供商经常使用诱人的诱饵,例如对散户投资者收取较低费用或不收取费用,辅之以社交媒体与交易信号,以说服目标投资者通过国外在线交易平台与公司进行交易。提供最多的产品包括但不限于加密资产、FX 衍生品、CFDs 和非传统型的投资产品。

通过社交媒体(如 Instagram、Facebook、交友软件等)直接定位是非常普遍的。欺诈公司也会使用“锅炉室”骗局。在某些情况下,公司声称已获得授权(在他们的网站和信件中使用虚假的参考资料),并声称总部设在投资者“家乡”的法域内。未经授权的零售信贷公司和放债人通过网络电话(voice over internet protocol, VoIP)使用陌生电话来伪造

[100] 例如,SEC 的工作人员在调查答复中指出,执法方面的一个挑战是确定发生在美国境外的欺诈活动的违法所得。SEC 工作人员回答说,他们成功地解决了这一挑战,依据信息共享安排(如 IOSCO 的 MMoU 和 EMMoU)向相关的外国当局提出援助请求,获取相关信息以确定收益接受者和追踪收益之所在。See https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_crossborder.shtml#secintlcases.

[101] 在欧洲,国家主管当局是指具有法律授权、投资权力,或有权执行特定职能的组织,它们通常监督国家法律法规的遵守情况。National Competent Authority – EUPATI Toolbox.

正规供应商的号码。^[102]

欺诈性经营者还可能使用 IOSCO 成员的标识或冒充持牌者,增加其业务的合法性,这将导致散户投资者认为他们正在与处于严格监管下的金融服务公司或持牌者打交道。此外,欺诈经营者还会为其他法域的散户投资者提供虚假保证。

报告中提到的一些欺诈行为将更传统的人为欺诈行为与包含跨境因素的在线欺诈行为相结合。报告中提到的一个例子解释了欺诈者如何通过虚假的友谊或爱情,试图在情感上引诱目标,在获取受害者的信任之后,向其推荐一个海外场外衍生品服务提供商,而这实际上是一个骗局。^[103]

就散户投资者对在本国法域内提供投资服务的境外实体的投诉情况分类如下:

1. 境外交易平台的激进商业行为和高风险产品的营销。^[104]
2. 无法关闭交易账户。
3. 订单执行问题。^[105]
4. 将客户转给法域外的机构。^[106]
5. 非法提供投资建议。
6. 投资于网上 FX 交易平台的资金提取困难。

[102] 该方法包括声称是从当地正规公司打来的电话,或声称与正规公司有联系。伪造的号码很难追踪。欺诈者还使用“Lycamobile”手机号码与潜在消费者进行联系。“Lycamobile”仅通过销售 SIM 卡运营,从不进行个人注册。

[103] 在观察到的许多案例中,有人通过在线研讨会向受害者推荐诈骗服务。在一些大学里,有人亲自找到学生,怂恿他们购买一个 U 盘,并说明 U 盘包含特殊的交易技术和程序,可以与特定的外国场外衍生品公司进行交易,但实际上这是恶意软件。

[104] 最常见的模式是不断拨打电话或发送短信,鼓励投资者投资,并向投资者作出快速获利的承诺。

[105] 例如,客户抱怨他们的买卖订单和各种头寸没有得到执行,或者相反,在他们不知情的情况下以其名义下达了交易指令。这些事件一方面导致了不必要的投资,另一方面导致了错误执行或根本没有执行订单造成的损失。

[106] 例如,在欧盟的大多数案件中,投资者表示,他们被转到与他们有首次合同关系的服务提供商的外国子公司中。因此,认为自己在对一家经授权的欧洲服务提供商进行投资的散户投资者,在不知情的情况下,被重新定向到他们不再享受欧盟法律保护的第三国实体。

7. 在一个或多个法域内筹集资金,用于第三个法域的投资。^[107]

IOSCO 在努力找出共性问题,寻找加强跨境合作的方法,其或许可以发挥作用,解决当局与其管辖范围以外的实体面临的一些问题。联合或协调执法调查可成为打击跨境行为者的有效工具。展望未来,管辖权范围问题需要加强 IOSCO 成员国之间的合作,并确保合作基础设施(包括 IOSCO MMoU 和 EMMoU 下的执法合作和信息共享机制)的有效运行。^[108] 这种执法合作可以采取对在国际上实施不良行为的主体进行协调调查,或者对不良行为者采取联合破坏的形式。

咨询报告向利益相关者询问了与跨境交易及相关监管合作和信息共享的有关问题。受访者普遍支持对跨境交易的规制政策,但他们还指出了一些尚未解决的问题,如零售交易的数据可用性和产品可识别性。受访者要求 IOSCO 加强监管机构之间的协调和沟通,并向国家当局分配更多的财政资源,以进行跨境监管和分析。此外,一些受访者表示,他们将支持对零售跨境贸易采取更严格的措施。

由于跨境问题的复杂性,以及不同法域和地区监管方法的差异,咨询报告的受访者强调,“一刀切”的监管方法是不可行的,各主管部门的数据共享可以显著加强跨法域的双边或多边协调。同样,在符合法律和监管要求的情况下,与网站域名注册商合作,识别恶意行为者,可能有助于监管机构应对面临的一些挑战。

(六) 快速弥补零售业损失的补救机制

当零售损失产生时有各种补救和制裁机制,其中可能包括行政和刑事制裁。^[109] 例如,根据不当行为的严重程度,可依法适用监禁、罚款(刑事和行政罚款)、暂停营业或吊销执照等。

虽然有力的威慑对于避免不当行为的发生和保障交易秩序很重

[107] 资金通常可以在一个或多个司法管辖区内筹集。在集资过程中可以利用虚假陈述来鼓励消费者进行投资。这些陈述可以包括在第三司法管辖区内以大额资产进行担保,而实际上该资产并没有被准确描述,或者该担保是有缺陷的,或者根本不存在。

[108] 各利益相关方建议,IOSCO 应作为信息源头,协助监管机构建立共享框架,以开展更广泛的合作。

[109] Credible Deterrence In The Enforcement of Securities Regulation, IOSCO, June 2015.

要,但有效的事后补救机制也很重要,以便散户投资者弥补损失。当投资者被不受监管或不遵守法律规定的个人或公司欺骗时,这种追偿就变得极具挑战性。此外,在某些情况下,诉讼费用可能超过损失的金额,需要完善相关制度以追回因欺诈而进行的投资。例如,缩短和简化从加密资产投资公司或银行处追回被骗资金的流程,可能会减轻受害者因遭受损失而给日常生活带来的不利影响。^[110] 值得注意的是,在研究如何运用技术手段快速弥补损失时,应采取技术中立的监管方式。

当受监管的个人从事不当行为时,散户投资者还有更多的选择。有一种以证券仲裁为主要形式的追偿机制,该制度要求经纪商和代表在投资者提出要求时进行仲裁。监管机构可以考虑将民事纠纷的解决作为监管工具箱的一部分。因此,投资者通过纠纷解决等手段,可以更容易获得民事赔偿。

证券仲裁可能比要求经纪人赔偿损失的法庭诉讼成本更低、速度更快。在可能的情况下,监管机构可以考虑建立类似的制度,提供监管制裁,投资者可以选择通过与受监管的公司和个人进行仲裁。

针对这一问题,IOSCO于2021年1月发布的《散户投诉处理与申诉制度》报告明确指出,散户投资者是资本市场的重要参与者,对其权益的保护是资本市场健康稳定发展的根本。当投资者或金融消费者受到不当行为或非法行为的伤害时,有效的处理机制不仅对受侵害的个人很重要,还能产生积极的外部效应,例如完善市场规则以提高投资者对金融市场的信心。在这方面,该报告提出了一套含有9项具体措施的方案,其中包括:

1. 采取措施提高投资者对各种现有投诉处理系统的认识。
2. 采取措施健全投诉处理系统。
3. 鼓励金融服务提供商(financial service providers, FSP)为散户投资者的投诉提供广泛的解决方案。

[110] 关于加密资产零售分销、托管、交易、结算、执行以及滥用行为的问题将在IOSCO金融科技工作组的加密资产和数字化资产工作流程中进一步探讨,该工作组的目标是2023年上半年通过DeFi工作流程发布相关报告。OR03/22 Crypto - AssetRoadmap for 2022 - 2023 (iosco.org)。

4. 使用投诉数据来制定或完善投资者教育计划。
5. 将投诉数据用于监管活动。
6. 征求散户投资者对投诉处理系统的意见。

五、信息披露、产品设计和产品干预

传统的公司信息披露方式^[111]并不总能解决金融服务市场出现的复杂问题。因此,信息披露方式应该获得散户投资者的关注,它不应被视为投资者保护的一个独立的默认承诺选项(勾选框)。

由于过度使用技术性语言、冗长且不利于使用的格式以及披露的交付方式,大多数散户投资者对披露感到困惑。信息披露应根据目标投资者群体的需求进行调整。^[112]

如果使用产品干预,则应在监管规则中明确此类权力的触发因素。

背景

本章的内容基于 IOSCO 对成员信息披露规则的全面收集,这表明产品治理规则和产品干预权的行使已经高度完善,2/3 的法域拥有这种权力。大多数 IOSCO 成员要求受监管实体在产品生命周期内情况发生变化时调整披露。一些 IOSCO 成员还使用了“量身定制的披露”技术,有些人可能认为这种技术更具创新性。

[111] 根据某些司法管辖区的定义,信息披露是证券法律法规要求公司必须向消费者提供有关金融产品和服务的特点、费用或相关风险的重要信息。金融公司可以通过硬盘拷贝或电子方式(如电子邮件或网站)进行信息披露。披露文件的一些例子是:(1) 详细信息披露文件(如招股说明书和产品披露声明);(2) 摘要工具(如主要情况说明书、商业智能仪表盘、金融信息报表以及关键信息文件);(3) 警告。要求公司在销售、预售,或在产品的整个生命周期内,向潜在客户提供这些信息。See ASIC - AFM Joint Report “Disclosure: Why it shouldn’t be the default”.

[112] 虽然对“量身定制的信息披露”没有一致的定义,但 ASIC - AFM 的联合报告强调,信息披露虽然重要,但是:信息披露并不总能解决金融服务市场的复杂问题;信息披露必须获得消费者的关注;“一刀切”的统一标准并不适用于所有人——信息披露的效果因人而异、因情况而异;在实践中,信息披露所产生的影响可能会适得其反;公司对某些产品和服务的风险和特点所作出的警告,效果有限。

(一) 重大信息披露

对投资者决策至关重要的财务业绩、风险、成本和其他信息的披露应全面、准确和及时,以保证一个理性的人能够对投资产品作出公平的评估或决策。重要信息可能以下列形式呈现,并视产品类型及其特点而定,如一种加密货币(unique fungible tokens, UTF)、ETF、基础设施领域不动产投资信托基金(real estate investment trusts, REIT)、封闭式基金(closed end fund, CEF)、共同基金(mutualfund, MF)。其内容可以包括以下信息:

1. 产品本身;
2. 持有该产品的风险;
3. 发行人/公司;
4. 外部因素;^[113]
5. 费用、成本或收费;
6. 税收影响或与税收相关的费用;
7. 利益冲突;
8. 佣金;
9. 投诉,包括是否含有争议解决系统以及如何使用该系统。

信息披露在促进零售金融服务市场的透明度、诚信和效率方面发挥着关键作用;ASIC 与 AFM 联合发布的一份报告指出,强制性的信息披露要求避免“一刀切”的模式,这种模式没有考虑到散户投资者在处理金融决策信息方面的个体差异和具体情况。消费者获取信息的环境会极大地影响他们对信息的理解程度,并且可能会受到物理环境(在不受干扰的办公环境中查看披露的信息,而不是在公共交通的“高峰期”查看)、分发渠道(在线环境可能会有所不同,如数字倒计时器等时间限制,可能会催促我们作出决定),以及我们的情绪、心态和身体状态的影响。

该报告还探讨了如何进行实践中的测试和监管,以评估“简化”和“强化”信息披露的有效性,在此基础上评价此类信息披露是否能达到最佳消费者保护的效果。此外,披露要求也会给金融知识贫乏的消费者

[113] 任何已经或可能对发行人的业务活动产生重大影响的政府、经济、财政、货币或政策或因素;劳工标准,环境、社会或道德水平等被考量的程度。

带来沉重的负担,消费者需要克服其复杂性,以至于适得其反,给消费者带来意想不到的风险。^[114]

(二) 信息披露时机

向投资者提供重要信息的时间周期因法域而异(如立即、每两周、每月、持续、每年、定期、适时、及时)。这也可能取决于产品的类型(如债务计划、基金)。公司还可以定制和完善其产品信息发布机制,通过积极主动地调整产品设计、分销和沟通方式以满足消费者的需求、能力和期望,向消费者提供“及时”的信息披露,从而更好地赢得客户信任,最大限度地降低监管成本。

(三) 产品生命周期内调整信息披露的义务和开拓信息披露新途径

大多数法域要求受监管实体在产品生命周期内情况发生变化时调整披露要求。虽然一些法域表示,其对信息披露采用了新颖方法,但对于什么是“新颖”方法的解释可能存在差异。^[115]

ASIC 出示了关于传统披露局限性的证据,并在联合出版物 REP 632“Disclosure: Why it shouldn't be the default.”^[116]中进行了分析。ASIC 还指出,传统信息披露方式的局限性是引入产品治理新规和干预法律的关键驱动力。

多位咨询受访者提到,大多数散户投资者难以接受信息披露。据称,一些常见的原因包括技术性语言的过度使用、冗长且不利于用户使用的格式以及披露的交付方式。

在收到的答复中,最常见的解决方案建议如下:

1. 信息简洁,语言清晰。

[114] See LT Mullet, L Smart & N Stewart, Blackbird's alarm call or nightingale's lullaby? The effect of tweet risk warning on attractiveness, search, and understanding (PDF 4.02 MB), Occasional Paper 47, FCA, December 2018.

[115] 例如,9个司法管辖区列举了更复杂的产品,为非专业客户的投资者提供额外信息要求的示例。两个司法管辖区还进行了投资者测试,旨在使消费者认识到风险并寻找到合适的产品。但没有司法管辖区提供任何关于新型披露方式有效性测试的例子或结果。

[116] 本报告通过对 ASIC、AFM 所提供的案例,以及其他相关来源的案例进行研究,探讨了传统信息披露方式的局限性。这些案例取材于不同金融市场的各种金融产品和服务,并包括所有形式的信息披露方式。

2. 加强信息披露的数字化程度。

3. 格式化披露内容,并突出产品的风险和重要信息。

一些受访者强调,精简企业的信息披露内容并不能完全提高投资者对披露内容的理解度,重点应放在修订和改变披露的格式上,从而使投资者能够以方便、简洁的方式找到最重要的信息。^[117]

在紧张的市场环境中,如果将信息披露与其他工具(如更加个性化的信息支持)结合在一起,那么信息披露可能会成为一种有用的工具。例如,在认识到新冠疫情的特殊情况后,FCA 公布了在新冠疫情期间对企业的期望,包括指导公司在向客户提供影响投资决策的建议时,避免夹杂个人意志。FCA 还公布了针对消费者的信息,以帮助他们识别诈骗活动并更好地保护自己。

根据一家回应 IOSCO 咨询报告的资产管理公司的说法,为了使披露的信息对投资者有用,这些投资者必须参与信息披露的过程,这意味着投资者的参与程度是决定信息披露成功与否的第一要素。因此,该评论者表示,由于散户投资者的信息过载,信息披露可能并不总是有效的。此外,法国金融市场管理局 AMF 公布了一项研究,强调含有以下内容的

[117] FCA 的行为研究发现,信息披露对消费者选择的影响好坏参半,而对提供给消费者的信息进行完善也仅仅产生了微小的积极影响。然而,“助推”测试结果为有效监管提供了更有价值的见解。例如,在一项对信用卡客户进行的大型实地试验中,FCA 的研究人员发现,在签署直接借记协议时,取消最低还款额这一特定选项,导致 20% 以上的客户同意偿还固定金额(高于最低金额)——这将有助于他们更快、负担更小地偿还债务。然而,每 20 个人中就会出现 1 个在没有明确默认最低还款额的情况下,放弃签署直接借记协议的客户。这项实验表明,针对这些挑战提出解决方案时需要认识到,消费者行为是不一样的,帮助他们驾驭这个复杂市场的方法需要有细微差别。FCA research note: Helping credit card users repay their debt: a summary of experimental research. pdf. 另外,FCA 还发布了一份研究报告,介绍其为高风险的消费者改善投资结果的工作。<https://www.fca.org.uk/publications/research/improving-outcomesconsumers-high-risk-investments>.

信息披露往往效果更好。^[118]

1. 在语言和文本方面尽量非常简单。
2. 可视化(最好)。
3. 向投资者详细说明发行方的意图、发行动机以及他们是如何营利的。
4. 经过测试。

(四) 产品干预

各法域可能会采取广泛的监管措施,从增加对受监管公司的预期披露要求到扩大产品干预权的行使范围。需要注意的是,并不是每个IOSCO 成员都可以行使此类产品干预权,权力行使情况可能因法域而异。对于有权决定是否可以提供和销售特定产品的法域而言,最常见的产品干预权的行使形式和内容由在欧盟适用的 MiFID II 和《金融工具市场法规》(MiFIR)规定。根据 MiFID II 的规定,主管当局可以禁止或限制产品的营销、分销或销售,包括某些金融工具、结构性存款、衍生品,以及某些类型的金融活动或业务。在其他法域,其有权决定是否可以提供和销售产品的权力还包括:

1. 金融产品的销售禁令和销售条件。
2. 宣传材料的要求。
3. 停牌。
4. 投资产品的强制性预授权。
5. 以其他方式(非现金)赎回股票的指令。

产品触发干预权行使的最主要因素包括:

1. 引发重大的投资者保护问题。
2. 损害或可能损害消费者或投资者的权益。

[118] 法国金融市场管理局于2018年设立了一个机构。该机构以一组散户投资者为测试对象,对监管文件的清晰度问题进行研究。并于2022年9月发表了一份综合报告,总结了对不同类型投资的研究结果,其中揭示了理解的困难,以及对减少使用技术性的语言的需求。为了使监管文件更具可读性,参加研究的投资者对以下原则持赞成态度:(1)具有吸引力的布局。(2)突出重要信息。(3)使用短句和主动语态。(4)删去多余的抽象词汇和不必要的细节。See <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/findings-studies-conducted-readability-information-documents>.

在不同法域,触发产品干预权行使的其他因素还包括以下情况:

1. 对金融市场或商品市场的有序运作和市场完整性或整个或部分金融体系的稳定性构成威胁[《欧盟金融工具市场法规》(MiFID)规定]。

2. 违反法律、法规。

3. 基础市场价格形成机制下产生的不利影响(MiFID规定)。

4. 价格操纵或市场操纵。

5. 阻碍良性竞争(英国)。^[119]

6. 过失。

7. 不应超过一定数量或价格阈值的订单。

8. 极端波动或在不可抗力情况下的特殊清算。

例如,ASIC在其监管指南RG 272中总结了其可用于改善消费者投资结果的监管工具,包括存在重大消费者损害风险时,禁止销售金融产品和信贷产品。ASIC行使产品干预权,并于2021年5月3日禁止向散户发行和分销二元期权,原因是在此前审查中发现,大约80%的散户在交易二元期权时亏损,该产品特性会对散户投资者产生不利影响。ASIC估计,2018年散户交易二元期权的净损失约为4.9亿美元。

在参与IOSCO调查的法域中,超过2/3的法域表示其享有产品干预权,且约一半的法域已经行使了这项权力。例如,德国联邦金融监管局自2015年以来一直在行使产品干预权,迄今已发布了5项产品干预措施。^[120]此外,一些法域禁止二元期权的分销和销售,并对CFDs的销售施加了条件。其他与干预权相关的产品包括:短期信贷贷款模式、与保险资金相关的人寿保险合同,以及投机性非流动证券,这些都给散户投资者带来了风险。在一些法域,已经针对可赎回优先股的发行,发布了包括纠正披露、停止营销和筹资的命令,并已对某项IP发出停止令,直至相关主体采取某些行动。

FCA在投机性非流动证券方面所开展的工作,是说明产品干预如何

[119] See FCA's Product Intervention and Product Governance Sourcebook (PROD).

[120] https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2022/pm_2022_09_30_AllgV_Futures_Beschraenkung_en.html;jsessionid=B1C0E7F5BA109D5B94BDF79E789D0CC9.2_cid502.

有效发挥作用的一个很好的例子。在 FCA 收集到有害证据时,就会行使干预权。

新修订的 MiCA 将赋予 ESMA 临时干预权(第 89a ~ c 条)。ESMA 可以暂时禁止或限制某些加密资产的营销、分销或销售,但资产参考代币或具有某些特定功能的电子货币代币除外;或在满足某些条件的情况下,暂时禁止或限制某种类型的加密资产活动或实践。

(五) 产品管理

类似地,有权干涉特定产品结构的法域,其产品治理的要求旨在确保于产品生命周期内的所有阶段,产品市场中销售,以其设计满足目标市场的正当性需求为基础。MiFID II 对产品治理有详细的要求,并适用于欧盟全部法域。根据 MiFID II,产品治理和产品适用性是两个独立但密切相关的方面。澳大利亚^[12]和英国也采用了大致类似的方法。这些方法要求以消费者为中心进行产品设计,以给消费者的投资带来积极效果。

发起人包括颁布且实施多部产品治理法律的法域,需要考虑的最常见因素可以被描述为“产品适用性”的因素。值得注意的是,在“适用性”的定义、描述方式以及与之相关的背景、产品和投资者类型或目标市场方面存在相当大的差异。

六、投资者教育

1. 金融教育是加强投资者保护的关键因素,它对证券监管机构可能采取的政策、法规、监督和执法行动起到了补充作用,以促进市场健康的发展。
2. 除了传统的教育模式外,监管机构应该探索新的教育途径。通过设置不同的参与模式来培养投资者的能力,技能的培养不能只靠授予知识,实践也是很有帮助的。
3. 围绕投资者行为进行实验研究,并利用数字化手段积极增大投资者的知识储备,例如通过游戏化的方式。

[12] See RG 274 Product design and distribution obligations | ASIC.

4. 教育活动不应将责任推给金融消费者,从而推卸服务提供商和监管机构的责任。事实上,金融教育并不能代替适当的监管和有效的监督,尽管前者是对后者的补充。监管机构应该注意并警告散户投资者,选择“自己动手”的投资路线可能存在的陷阱,监管机构可以借助一些工具,比如含有教育元素的更广泛的宣传活动,以帮助散户投资者作出更明智的投资决定。

5. 重要的是要设计专门针对进行自主交易的散户投资者的金融教育计划,包括投资者可能赖以找寻投资信息的场所和社交媒体。

6. 数据应用在识别新兴投资行为,分析散户投资者金融教育需求,以及为自主交易投资者量身定制最有效的金融教育工具方面发挥着关键作用。

7. IOSCO 正在考虑在制定、实施投资者教育措施方面进行经验分享与意见交流,以提升自身能力。

背景

本章讨论了与投资者教育相关的问题,这是一个完善和重要的监管工具,用于解决(和事前预防)散户投资者遭受损失的问题。IOSCO 的调查强调,投资者教育并不是一种静态的监管工具,其可以灵活地使用,以应对在第 2 章中概述的崭新趋势。

IOSCO 成员对其所进行的投资者教育实践的反馈显示,新冠疫情并未减缓世界各地的投资者教育工作。相反,许多法域继续、扩大和调整了他们的投资者教育举措。在新冠疫情暴发之前或流行期间,新投资者和自主投资者的增加促使许多法域作出回应,包括创建新的投资者教育工具和措施。此外,IOSCO 成员开展了各种研究活动和调查工作,以探索危机时期的投资者行为。监管机构经常利用此类调查结果,以明确他们为实现投资者保护目标而需要采取的行动的 trend。在某些情况下,这些结果被成员们用来更新他们的投资者教育工具组合。

重要的是,一些利益相关者,特别是 IOSCO 圆桌会议的发言人,他们是经济学、社会学和行为学研究方面的专家,他们承认投资者教育的局限性(特别是在监管薄弱、监督有限或执法不力的背景下),并强调在某些情况下,大规模的教育活动可能会产生边际影响。教育活动可能会将责任推给金融消费者,而不是服务提供商和监管机构。

(一) 仅注重知识教育活动成效不佳

有学术证据表明,大型教育活动不一定总能达到预期效果。因此,虽然它们非常重要,但仍有必要重新评估投资者教育活动的有效性。监

管机构应从“教育”模式转变为探索通过不同的参与形式来培养投资者能力的新模式,力图培养投资者能力而不仅是授予其知识。作为潜在解决方案的一部分,利益相关者和学者们引用了围绕投资者行为进行实验的研究成果,并利用数字化的积极作用,如游戏化,来提高投资者的知识水平。

我们所观察到的行为现象呈现多元性的原因可能非常复杂。监管机构以证据为基础,研究投资者教育和消费者保护方面的问题。在过去的几年里,行为科学必须发挥的作用之一是利用这些证据制定更优的消费者保护制度与更好的监管政策,以思考如何改善消费者教育的实践效果等。研究人员需要适应不同的范式,他们需要加强创新性分享,以期在研究、评估投资者教育实效领域取得更好的成果。

(二) 在非常时期调整投资者教育举措的实施方式

重要的是,IOSCO 成员应考虑拓展新的渠道,以更好完善投资者教育举措,特别是在新冠疫情期间,许多 IOSCO 成员更多地采用了线上工作的方式,以取代线下活动。这包括通过传统渠道举办的公开活动、网络研讨会,在线会议,通过电话方式开展投资者推广活动,以及建立社交媒体平台。值得注意的是,少数成员还在 Reddit 和 TikTok 等较新的非传统平台上开展活动。关于成员们所实施的不同创新举措的一个例子是,OSC 使用 Reddit(一些年轻的自我投资者使用的社交媒体平台,将其作为信息来源),泰国证券交易委员会、魁北克省金融市场管理局和将 TikTok 纳入加密资产风险识别活动。

许多成员还在网上发布了与新冠疫情相关的信息,例如有关各种骗局和个人财务问题的信息。一些成员还创建了专门的资源中心。其他人则在之前所开展的工作的基础上,对其内容进行了微调,以反映新冠疫情所产生的影响。

(三) 新投资者和自主投资者的增加

一些法域在认识到新投资者和自主投资者数量在不断增加后,迅速调整了他们的投资者教育方法,开发了新的教育工具,以帮助投资者作出更明智的决策。在某些情况下,IOSCO 成员警告新投资者,选择“自己动手”的投资路线可能存在陷阱,他们会借助工具,如基于模拟的网络研讨会,或含有教育元素的更具广泛性的宣传活动,帮助散户投资者作

出更明智的决策。

(四) 投资者教育的调查研究

一些 IOSCO 成员报告称,他们进行了研究和调查,以支持其开展的投资者教育工作。研究成果总体上反映了散户投资者人口结构的变化、对金融知识的需求、高风险产品的提供和交易以及欺诈行为的不断增加,包括零售领域内的各种新兴趋势和行为模式。

1. 人口结构的变化:一些成员正在关注年轻投资者和新投资者的增加趋势,以进一步调整其所利用的教育工具。他们进行研究的目的是了解谁是这些新投资者,以及他们与现有投资者相比是否具有不同的投资特征。

2. 新兴趋势和行为模式:许多 IOSCO 成员定期开展研究,分析散户投资者在股票市场的行为。这包括研究和使用关于散户投资者活动的其他信息,以了解其金融教育需求;研究公司为散户投资者提供服务的方式,以及其使用的可能影响散户决策的技术手段。

3. 金融知识:许多 IOSCO 成员使用调查来分析散户投资者的金融教育需求。

4. 高风险产品和欺诈:开展投资者调查有助于监管机构发现骗局,例如涉及加密资产和在线交易平台的骗局,以及它们针对不同投资者采取的不同的欺诈方式。成员们据此来开展针对散户投资者的反诈活动。^[122]

(五) 鉴于自主交易和数字化的增加,考虑完善投资者教育工具箱

在这种情况下,投资者教育工具箱的6个组成部分可能如下:

1. 有必要实施针对性方法。重要的是,要设计专门针对自主投资者的金融教育措施。这主要是因为他们对金融教育的需求以及风险承受水平,与经验丰富的散户投资者,或与持牌投资专业人士进行合作的投资者可能有所不同。一些利益相关者强调,由于社交媒体加快了信息传播的速度,以自主投资者为重点的金融教育措施应该不断更新,以防止

[122] 例如,法国金融市场管理局在开展反诈骗活动之前,于2021年进行了一项研究,以评估投资诈骗现象的规模和多样性。See <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/french-and-investment-scams-december-2021>.

虚假信息的传播。

2. 数据是金融教育措施稳固和成功的关键。数据是了解自主投资者的心态、态度或行为的关键。数据还可以帮助监管机构设计有针对性的金融教育措施,以解决与投资者保护相关的具体问题或降低自主投资者的风险。此外,数据可以帮助建立衡量标准,以结果来评估这些措施的有效性,这可以帮助监管机构评估和改进其采取的措施。一些(但不是全部)参与成员已经设计(或正在计划设计)由数据支撑或关于自主投资者的具体研究支持的举措。

3. 合作和经验交流是监管机构的有用工具。许多受访者表示,他们利用了对其他金融当局、市场参与者和学校的了解。这适用于投资者教育措施的制定阶段,不仅针对自主投资者,同样针对潜在的新投资者或潜在的自主投资者。根据当地情况,监管机构可能会考虑与其他利益相关者联系或合作,以解决与自主投资者相关的问题和担忧。

4. 投资者保护/金融教育部门与监管部门和执法部门之间的对话与合作,是获取自主投资者的信息和增加对其了解的有效来源。有些成员与其从事监管或执法工作的同事进行公开对话,以收集关于自主投资者的投资趋势或相关问题的情报。这一发现强化了如下观点,即监管机构有不同的工具来解决具体问题,包括政策变化、监管和执法行动,以及金融教育措施。在某些情况下,教育措施可以与其他监管工具一起发挥作用,助力问题解决。类似合作案例值得进一步研究,以确定它是否比实施单独的教育措施更加有效。

5. 战略性地适应数字环境并通过数字环境进行沟通是关键。随着新的数字 App 的可用性和易用性的提高,自主投资者的数量也在增加。社交媒体对散户投资者的决策产生了更大的影响。新冠疫情加速了上述两种既有趋势,监管机构需要学会适应这种更加数字化的新环境,以吸引散户投资者。

6. 利用行为科学可能会帮助改善金融消费结果:说服技巧和行为偏见没有天生的好坏之分,它们可以被用来帮助消费者或对消费者产生积

极影响。^[123]

(六) 加密资产产品与散户投资者教育

加密资产可能具有投资者无法完全理解的风险,并可能导致投资者损失。散户投资者需要意识到这些产品的复杂性及其附带的风险,例如市场流动性风险、波动性风险、运营风险和欺诈风险,特别是在缺乏监管或不遵守监管的情况下。

IOSCO 持续发布报告,以协助监管机构对散户投资者进行教育,例如《加密资产投资者教育报告》,该报告探讨了以下内容:

1. 向散户投资者和潜在投资者发出警告,告知其投资和持有加密资产的风险以及由此遭受损失的可能性。

2. 旨在加深投资者对加密资产领域欺诈危险信号了解程度的教育措施。

3. 通过文章、播客和视频向散户投资者介绍欺诈行为,以及教育其如何避免来自提供加密资产无牌公司的误导。

4. 监管机构正在探索新的方式,例如通过社交媒体和一些 App 以加强关于加密资产的投资者教育。

鉴于 IOSCO 世界投资者周(world investor week, WIW)活动的全球推广,FTF 加入了该活动,讨论与加密资产相关的投资者教育和投资者保护。^[124] 这是对 WIW 关于加密资产以及预防诈骗关键信息的补充。^[125]

[123] 在《2022 年行为经济学指南》中,ASIC 分享了监管机构和金融服务公司如何利用行为洞察力来为消费者带来更好的结果。ASIC 对 100 多份报告的审查揭示了一些公司如何利用或忽视消费者在产品选择架构中暴露出的行为漏洞,以及公司适当地进行产品设计与分销以满足消费者需求的重要性。该审查还确定了公司可以用来影响消费者的 5 种常见“行为杠杆”和 5 种“情境脆弱性”,无论散户投资者多么活跃、经验丰富和自信,它们都可以放大消费者某些行为的不良后果。了解这些因素不仅可以提高监管机构识别、描述、证明和预防伤害的能力,还可以确定公司的设计和分销义务,并且可以在监管机构行使产品干预权等方面发挥作用,从而使监管机构能够以各种方式进行临时干预,以防止对消费者造成重大损害并改善消费者的投资结果。

[124] WIW webinar on “Crypto/Digital Assets and DeFi – Look Before You Leap”, 5 October 2022.

[125] <https://www.worldinvestorweek.org/?p=resources&id=key-messages>.

IOSCO 还发布了一份题为《动荡时期的投资者行为和投资者教育：新冠疫情期间对监管机构的建议框架》(2022 年 11 月 30 日)的报告,其中提到许多监管机构在新冠疫情期间,针对散户投资者对风险投资产品的兴趣上涨这一趋势采取了行动。一些监管机构禁止向散户投资者出售加密资产衍生品;其他监管机构则提高了监管要求,比如对希望开设加密资产交易账户的散户投资者进行知识测试。还提高了对广告、宣传材料的内容标准和信息披露的要求。一家监管机构咨询了内部行为经济学设计部门,以加强其对包括加密资产在内的高风险投资的金融宣传规则。

(七) 能力培养

不同的监管机构可能处于散户投资者市场发展的不同阶段。因此,他们在投资者教育方面可能有不同的经验。IOSCO 可能希望考虑与 IOSCO 各小组或委员会以及其他国际标准制定机构(如 FinCoNet),在制定和实施投资者教育措施方面进行经验分享与意见交流,提升其自身能力。

七、监管措施工具箱

本报告中的工具箱,旨在通过向正在制定监管措施,或审查监管措施有效性的监管机构提供可能有助于解决某些问题的方法,以加强对投资者的保护。拟议的工具旨在允许在不同的法域进行广泛的应用和调整,监管机构可以选择在其管辖范围内部分实施、全部实施或不实施。监管机构可能会得出结论,根据具体监管框架的特点、发行实体的特征、所涉及产品的特性或其他因素,特定工具在其管辖范围内的实用性可能会有所不同。因此,监管机构可能希望在有更多选择的基础上,或以最适合其国情和国家法律框架的方式使用这些工具。该工具箱的来源具有多样性,如 2022 年 3 月咨询报告、消费者圆桌会议、AMCC 讨论结果,是监管机构在处理零售市场行为问题时可加以考虑的适应性措施的集合。这些措施是一般性的,以便更广泛地适用;有些是传统的,有些则更具新颖性。鼓励监管机构采取灵活、积极的方法,帮助他们根据其自身

法律、监管框架以及形势背景,为待解决的问题定制正确的监管工具。

我们注意到,虽然加密资产被用作案例研究,但本报告并非旨在对加密资产市场中出现的问题进行全面分析,而是旨在关注散户投资者面临的特定问题。IOSCO 已经发布了加密资产领域内的相关报告(见附件一),并将继续对加密资产市场和市场参与者进行全面分析。这些分析预计将对加密资产市场和法域的问题进行更全面的讨论,同时考虑对加密资产采取适当的监管方法。

(一) 加强监管机构的数字化转型和使用在线战略的能力,以主动弥补散户投资者伤害

1. 直接针对实施不当行为的欺诈者

监管机构可以直接针对不当行为的实施者,并在他们使用的社交媒体平台上与欺诈者联系。这种干预措施应强调行为的违法性,并说明监管机构已经意识到,并正在监控此类行为,同时重申行为者可能面临的潜在后果。一些 IOSCO 成员通过在社交媒体上发布警告信息以提醒投资者,公布对不当行为的罚款数额和处罚信息以对犯罪者起到震慑作用,从而遏制不当行为影响的进一步扩大。

例如,ASIC 一直在使用社交媒体平台直接与实施“拉高出货”骗局的不法分子接触,以解决市场中的不当行为。ASIC 在 Telegram 上设立账户,发布警告信息,并提醒投资者防范提供有关金融服务或产品的虚假性和误导性建议的违法行为。在这种有针对性的信息发布之后,“拉高出货”骗局不再出现在市场之中,这种方式成为解决不当行为问题和减少欺诈行为的一种经济有效的方法。ASIC 还与技术创新的利益相关者合作,例如与在线论坛的主持人进行沟通,了解他们如何监控帖子内容、处理不法行为;与互联网搜索平台讨论其搜索结构,从而使投资者不会被某些搜索结果误导。

在另一个例子中,鉴于明显的市场操纵活动不断增加,特别是通过流行社交媒体进行的“唱高散货”操纵骗局数量不断增加,SFC 于 2021 年 6 月发布了一份通告,通知所有中介机构,SFC 希望向中介机构获取信息时,中介机构能够充分且积极地配合。遏制“唱高散货”操纵骗局是 SFC 的首要执法工作,最近 SFC 与香港警方在 2022 年 9 月开展联合行动,打击一个“唱高散货”诈骗集团,其中 13 人被指控多项刑事犯罪。

2. 监测和评估在线营销和分销趋势,以中断有害的营销渠道,如有害的社交媒体影响者活动

投资产品和服务的非法或有害的在线营销和分销活动泛滥,这意味着监管机构需要不断监测和评估其发展趋势,以确定和管理监管重点。社交媒体影响者和有针对性的发布在社交媒体上的金融广告数量的激增促进了这样一种模式,即散户投资者不断受到金融产品的轰炸,这些信息可能被视为一种专业知识。在这样的环境下,监管机构必须承认,消费者很容易在网上接触到误导性和欺骗性的信息,尤其是来自未经认证来源渠道的信息。

关于在线营销活动,IOSCO 最近发布的关于零售分销和数字化的工作建议中,IOSCO 成员考虑要求金融服务公司实施以下行为:

(1) 为在线营销和分销活动制定适当的内部规则、政策、流程和工具,并定期进行审查。^[126]

(2) 代表公司对提供给潜在投资者的信息的准确性负责。^[127]

(3) 评估数字营销人员的从业资质。

正如报告在前文所提到的,“社交媒体影响者”的出现本质上是指未经许可的个人利用社交媒体生成或推广金融产品和服务,这样一种趋势可能会导致有害的营销和分销。为了提高提供财务建议的社交媒体影响者行为的透明度并增加投资者获取公共信息的机会,一些 IOSCO 成员建议建立社交媒体影响者的公共登记册,内容包括:

(1) 社交媒体影响者与推广的金融产品或服务的关系。

(2) 与推广的金融产品或服务有关的任何潜在利益冲突。

(3) 社交媒体影响者因推广金融产品或服务而获得的推广费和报酬结构。

(4) 社交媒体影响者的资格认证与财务认证。

IOSCO 最近在零售分销和数字化方面的工作强调了一些 IOSCO 成员的评估结果,即与社交媒体影响者等关联方在线沟通的任何责任通常

[126] 这应该包括,无论公司如何利用目标定位、行为技术或者游戏化元素,都应确保公平对待金融消费者,并旨在避免对潜在的金融消费者造成损害。

[127] 包括通过各种社交媒体渠道(包括网络影响者)提供的信息,及时披露与潜在风险和利益冲突有关的必要信息,以避免对潜在的金融消费者造成伤害。

由与他们接触的公司承担,除非公司与社交媒体影响者之间没有既定的金钱利益联系。

监管机构还可以就社交媒体影响者可能需要的许可要求和义务承担提供进一步的指导。ASIC 的 INFO 269 规定了金融服务法如何适用于在线讨论金融产品和服务的社交媒体影响者,同时规定了聘请社交媒体影响者的澳大利亚金融服务持牌人应遵守的义务。

监管机构还应有权并愿意在社交媒体影响者推广误导性和欺骗性金融产品或信息时,及时实施执法行为或破坏行动,以便及时干预。虽然执法方面不是本报告的重点,但鉴于其在打击在线和跨境不当行为方面的极端重要性,IOSCO 强烈鼓励其成员使用《零售分销和数字化报告》中的措施,特别是执法工具措施二,在网站被用于进行非法证券和衍生品活动时,迅速采取行动,以及行使其他能够有效遏制网上不当行为的权力。^[128]

3. 发布公共警报、警告和监测消费者情绪

为了补充传统媒体传播渠道(如报纸、电视、广播),监管机构可以利用其在线状态,发布实时警告或公共警报,以更好地接触受众,并通过直接在这些渠道上听取消费者的意见来发掘消费者可能面临的问题。由于消费者未必能够很好地理解许多高风险和复杂的金融产品,社交媒体或监管机构网站上关于不受监管、误导或欺诈活动的实时讨论或公告可能有助于减轻散户投资者损害。一些监管机构注意到这一领域的警报发布活动有所增加。例如,葡萄牙证监会注意到警报数量在 18 个月内增加了 200%,特别是在社交媒体流行的背景下,IOSCO 成员一直在使用一系列在线打击欺诈的措施,其中包括以下内容。

(1) 主动性警报

①意大利证券交易委员会(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, CONSOB)在其网站上发布了警告,提醒消费者注意与投资活动有关的广告宣传,这些广告通过网站、社交媒体上显示的横幅、广告、弹出式窗口,或者有时通过发送电子邮件或短信的方式宣传投资活动。

[128] 执法工具措施二鼓励 IOSCO 寻求更多权力,以便更有效地及时遏制非法网络行为,包括享有在适当情况下关闭或阻止访问非法网站的权力,或寻求法律命令的权力。

②另一个例子是,SEC 工作人员发布了各种投资者警报和推广警报,主题包括加密资产、社交媒体影响者和复杂性产品,提醒投资者注意可能通过社交媒体发布的欺诈性投资计划。

③德国联邦金融监管局于 2021 年 2 月 18 日发布了一份通知,警告有关主体不要在社交媒体上发表有关股票推荐的言论。

④ESMA 也发布了与德国联邦金融监管局的警告通知相对应的声明。

⑤FCA 试图通过发布关于此类不当行为的消费者警告,来破坏和打击社交媒体上不合规的金融促销活动。

⑥ASIC 警告经纪商,在向散户投资者提供如证券贷款、加密资产,以及提供“零成本”或“低成本”经纪服务等高风险产品和服务时要谨慎,这些服务往往掩盖了真实成本。

⑦SFC 在接受媒体采访时,以及在其 Facebook 官方页面上警告公众注意防范网络诈骗。此外,SFC 还与香港警方反诈骗协调中心开展了密切的合作,制作短片、举办社区外展宣传活动,以提高公众的反诈意识。

⑧一些 IOSCO 成员同时指出,他们已经直接向某些实体(而不是公众)发出警告,这些实体正在大力宣传诈骗活动,或者试图与业界进行更密切的接触以实施诈骗活动。

⑨香港的投资者及理财教育委员会(The Investor and Financial Education Council, IFEC)也就观察到的对散户投资者造成伤害的普遍问题提供信息并发出警告,例如网络诈骗、欺诈性虚拟资产交易平台,以及无牌人士提供的投资建议。

⑩IOSCO 对投资者警报门户进行维护。

(2) 创新性事务

①一个非常有趣的做法,SEC 的工作人员建立了一个网站——HoweyCoins.com,该网站模拟虚假的代币发行,以教育投资者在识别投资骗局之前,其关注点是什么。任何点击“立即购买”的人都会被引导到 SEC 工作人员发布的提示,以及其他与加密资产有关的教育材料中

去。^[129] SFC 通过多种渠道开展了各种宣传活动,提醒公众注意利用网上平台进行的诈骗活动。例如,2020年9月,SFC发布了一份执法报告,说明了这些骗局的运作方式以及如何避免这些骗局。

②2021年,SFC发起了一项在线活动,模拟被卷入投资骗局的经历。这项活动是SFC为提醒公众识别并防范利用网络平台进行的诈骗活动所作的努力。在为期3周的时间里,在香港本地论坛、移动投资App和财经新闻网站上张贴了网络横幅,这些横幅上的语言通常用于引诱潜在的受害者加入与骗局有关的群聊。点击这些横幅的公众会被引导到一个网页,该网页上有SFC对于未登记证券以及“唱高散货”骗局的警告。

(3) 市场监测

①2021年,法国金融市场管理局在其警告和“黑名单”中增加了422个欺诈网站和电子邮件地址,这些网站和电子邮件地址可从法国金融市场管理局网站的散户投资者区域进行访问。这一数字比2020年增长了58%,比2019年多了1倍。泰国证监会对通过Facebook和网站等各种渠道实施的社交媒体诈骗进行监督。识别出的不当行为随后会在泰国证监会网站上的投资者警告列表中予以公布,以更好地提醒投资者注意防范潜在的欺诈行为,并防止散户投资者遭受损失。

②自2017年以来,SFC一直密切关注香港的虚拟资产状况,并出版了多部刊物,提醒投资者注意与虚拟资产交易有关的风险,例如SFC发布了一份声明,警告投资者注意涉及ICO和在不受监管的平台上进行虚拟资产交易的潜在骗局。

4. 尽可能加强与在线服务提供商的互动,以便及早预防和破坏不当行为

监管机构可以考虑与在线服务提供商合作,以确保他们能更多地履行其所作出的公开承诺,减少散户投资者因使用该平台而遭受的损害。其形式可以是服务提供商对潜在客户进行更多的尽职调查或审查,以确保他们对其平台的使用是真实的,或者简化关闭宣传无牌投资交易活动、欺诈活动的网站或社交帖子的流程。

由于散户投资者在对金融产品信息进行搜索时,倾向于选择搜索结

[129] See SEC.gov | The SEC Has an Opportunity You Won't Want to Miss: Act Now!

果排名靠前的信息,所以与谷歌等服务提供商的合作有助于减轻“个性化推荐”可能产生的有害影响,这样散户投资者就不会被恶意行为者利用。这些恶意行为者拥有足够的资源,可以确保在散户投资者对金融产品信息进行搜索时,将有害和误导性信息的搜索结果前置。监管机构还可以考虑与 Facebook 等社交媒体提供商合作,获取更多的细化数据(如推特分享频率和帖子点赞数),以更好地预测和防止散户投资者在投资高风险和误导性金融产品时表现出的“羊群行为”。

咨询反馈报告同时建议,IOSCO 可以为金融机构的网络托管机构制定行为指南,以保存客户的详细信息(如已关闭账户的前客户的详细信息、金融服务企业的 URL 授权),以及如何在网站因欺诈活动而被强制关闭时,与监管机构共享其他相关信息。这样的信息库可以使 IOSCO 成员轻松识别网络钓鱼骗局、克隆合法企业和欺诈性未注册企业。

在全球层面,除了加强个别成员努力与互联网服务提供商进行合作之外,作为一个国际组织,IOSCO 可以考虑与主要的互联网服务提供商或代表互联网服务提供商的国际组织开展合作,签署合作协议,以遏制在线跨境不当行为。

证券市场监管机构之间就未经授权的实体活动进行有效、一致、快速和准确的信息交换是十分必要的。为了有效利用数据以更好地保护投资者,并且提高 IOSCO 现有的“投资者警报门户”^[130]的实效性,IOSCO 可以审查该门户,以确定是否需要有关未经授权实体的信息交换方式进行更新,同时提高所交流信息的质量,提高这些信息的可用性,以及允许第三方使用和访问此类信息,以自动发出警告和协助执行各自的投资者保护措施。

5. 针对不同的网站和社交媒体论坛,为散户投资者量身定制信息

监管机构通过为不同网站和社交媒体论坛定制信息,提高散户投资者对金融产品和服务的参与度,这些网站和社交媒体论坛围绕信息披露、投资者财务能力计划和其他相关投资者教育信息采用简化的技术语

[130] IOSCO 接收并发布由每个国家主管机构成员自愿发布的警报和警告。每个 IOSCO 成员都有访问该网站的权限,并有权通过该网站上传警报信息(国家警告),下载其他成员发布的警报。投资者警报门户网站每周更新一次。

言。在此背景下,监管机构可以利用增加的数字化存在更直接和实时地收集投资者的反馈,从而更好地为散户投资者参与提供策略。

关于信息披露义务,许多受访者表示需要进行进一步调查,以确定与披露相关的冗长的和技术性语言的最佳格式,以提高散户投资者对信息披露的理解和参与。因为仅缩短披露内容或对披露内容予以概括,可能会对信息披露产生不利影响。

IOSCO 的散户投资者委员会(C8)发布了一份报告^[131],揭示了披露时间较短可能并不总是能为散户投资者带来更好的结果。即便是一两页的简短披露也可能让投资者感到复杂和困惑。虽然直接列举出不同产品的差异(如饼图或评级)可能对一些投资者来说更容易接受,但是个性化推荐可能导致投资者对这些差异产生误读。

为了在建立简短披露与不损害投资者绝对知晓信息之间取得最佳平衡,监管机构可以利用有针对性的社交媒体信息,确保对散户投资者的信息披露简单明了易懂。

RMCTF 的消费者圆桌会议讨论强调,信息披露可能并不总是如预期的那样有效,因为散户投资者经常被大量技术性的、冗长的,有时甚至是相互矛盾的金融产品和服务信息淹没。讨论中提出的一个建议是,在语言和文本方面尽可能保持披露的简洁(例如,ASIC 为发行人和财务顾问准备了 RG 228,解释了如何以“清晰、简洁和有效”的方式措辞提交招股说明书和其他文件)。

由于披露材料面临着吸引投资者注意力的激烈竞争,监管机构可以考虑修改信息披露要求,思考信息披露是否是改善投资者结果的最适当的工具,或者考虑是否应当开发其他监管工具。

(二) 完善方法以更好地识别和减少不当行为

1. 提升内部能力或雇用第三方供应商,以简化监管监督工作

监管机构可以考虑开发或委托使用先进技术,例如“网页抓取”,用于自动收集和分析网络数据,以主动识别通过欺诈性或误导性网站实施的骗局。监管机构擅长数据挖掘与更有效地确定资源优先顺序。因此,

[131] FR05/2019 The Application of Behavioral Insights to Retail Investor Protection (iosco.org).

雇用第三方供应商来简化监管监督工作,可以帮助监管机构更好地开展工作。例如,FCA 指出,虽然监管机构能够大量收集网络数据,这是显著的进步,但随后对收集到的数据进行筛选,以获得最具关联性的信息,对于防止或破坏不当行为同样重要。

例如,ASIC 通过其复杂的实时监控系统,并通过整合交易数据与第三方数据,来监控澳大利亚许可市场中的交易活动。这使 ASIC 能够发觉潜在客户,识别关联方网络,以及分析交易模式。ASIC 还寻求第三方供应商所提供的工具,以加强其检测和识别不当行为的能力。

此外,纳斯达克(NASDAQ)在其咨询反馈^[132]中强调,它利用第三方供应商来帮助评估社交媒体是否有助于发布有关潜在欺诈或操纵活动的监控警报。这些供应商提供的数据随后被纳入监控分析员使用的实时工具中,以提醒他们注意 buzz 指数(一种短期波动的指标)的上升。这些数据驱动的工具使证券交易所的监管团队能够更好地决定何时将可疑活动提交给相关执法机构。

加强内部或外部能力会产生成本问题。IOSCO 关于零售分销和数字化的报告指出,成员应该考虑他们是否拥有足够的监督能力和必要的权力来监督越来越多的在线营销和分销活动。监管机构需要额外的预算,通过使用包括外包在内的先进技术,以及拥有熟练技术的专业人员来提高其监督和监管能力。

2. 开发技术工具并使用先进的数据分析手段,以更好地促进早期干预和识别不良行为者

监管机构应考虑使用先进的技术,在早期阶段即发现消费者或诈骗犯的行为趋势。随着企业在数字产品和在线跨境欺诈策略中使用新技术和科技,IOSCO 成员应考虑在其授权和监督权力的范围内,是否有足够的力量来监督越来越多的在线活动。IOSCO 成员还应该考虑如何制定适当的监管方案,以监测包括在社交媒体上的潜在欺诈活动。在国内法律框架内,加强监督监管能力的考虑因素可能包括:

- (1) 有权查看访问内容,以监测非法性或误导性促销活动。

[132] 纳斯达克公司于 2022 年 5 月 23 日给 CR 03 - 22 (IOSCO 零售市场行为工作组咨询报告)的意见信。

(2) 建立监管渠道,接受消费者对非法性或误导性促销活动的投诉。

(3) 设立适当的证据追踪程序,以应对网络信息的快速发展和变化。

虽然监管机构可能会决定采用数据驱动策略和统计分析,通过监测公司的商业模式来防止零售消费市场风险的积累和瓦解,但监管机构也可能会运用创新的方式,使用一些既定的监管工具,以促进早期干预和识别恶意行为者。

多个 IOSCO 成员已经部署了先进的技术作为监管工具来监控社交媒体的内容,包括人工智能和机器学习(AI/ML)技术、网页抓取和社交媒体扫描工具,对数字平台和社交媒体进行全面检查,以识别潜在骗局、未经授权的实体,并监测不当行为。一些成员使用持续的数据流来监控股票,重点关注数据和人工智能分析支持的热门风险。这些工具还可以追踪社交媒体上的骗局,并可能检测到最有可能影响股价的信息。一些 IOSCO 成员已经使用的一些先进的监测监管工具和技术如下:

(1) 金融诈骗猎人(FI. S. H)、垃圾邮件检测(SPA. DE)、WETREND(基于人工智能的特定工具)旨在预防金融诈骗和监测未经授权的产品。法国金融市场管理局利用 FI. S. H 来识别欺诈网站;利用 SPA. DE 在早期阶段检测未来可能出现的骗局,利用 WETREND 来检测欺诈性金融报价。

(2) 印度证券交易委员会(Securities Exchange Board of India, SEBI)发起了一项倡议,提出利用 AI/ML 来加强监管流程。SEBI 监管的交易所已将社交媒体扫描纳入警报生成过程。除了在网站上公布交易详情外,交易所也会通过电子邮件或短信的方式,向投资者发送交易详情信息,从而直接与投资者沟通。此外,交易所开发了一个集成信息和警报仪表盘,提供有关订单异常和交易异常的警报信息。交易所发布并监测与成交价格、交易量有关的警报信息,并监控市场滥用活动,例如,修改在证券合同或交易所合同中出现的欺诈性条款或者签订的超额订单条款。

(3) “动量点火”鼓励快速交易活动,这促使 ASIC 从整体上看待这种做法,以确定交易的规模和交易的普遍性。动量点火的检测工具重点

关注看门人或者其他为动量点火活动提供便利的各个主体,以审查他们的筛选方式、控制方式与算法模式。

(4)对于市场监测,德国联邦金融监管局运用常规的信息来源渠道,其中包括投资者或消费者的投诉,举报人提供的信息,以及其他执法当局或消费者保护组织提供的信息。德国联邦金融监管局亦通过询问和媒体报道获取原始信息或额外信息。此外,德国联邦金融监管局还会观察投资公司在社交媒体上的营销活动。

(5)为了通过社交媒体上的推荐来对抗股价操纵,中国交易所建立了一套完整的监测分析和线索报告制度作为反操纵措施。这些建立在三类分析之下:①交易前的舆情预警;②交易中的实时监控;③盘后数据分析。为打击跨境操纵,各交易所之间开展协调合作,推动建立沪港透明投资账户系统。

(6)SEC 考试部门(EXAMS)继续加强新技术和数据分析方式的使用,以确定审查对象的优先顺序,并进一步分析审查期间所收集的信息。SEC 考试部门还通过技术手段提高了工作效率,以加强对注册投资顾问提供的零售咨询服务的监督。具体而言,SEC 考试部门正在提高其使用数据分析监管文件和交易活动的的能力。其已经开发了一个国家审查分析工具(NEAT),允许审查员收集和分析交易记录的大型数据集,以识别潜在问题,并使其能够在审查期间更好地了解目标公司的业务活动。NEAT 最初专注于分析投资顾问的交易记录,但随后将其分析范围扩大到经纪交易商的交易记录。目前,审查员正在利用 NEAT 分析经纪商的活动是否符合利益最大化原则。

(7)SFC 调查公司的不当行为,询问投资者目标公司的行为是否与其需求相匹配,它的监管和执法团队广泛使用网络分析来确定目标个人与上市公司之间的关系。

(8)SupTech 的一项主要举措是确定订单生命周期数据标准,即 DS-OL。

2019 年 7 月,SFC 发布了最新数据标准,规定了在监管范围内的经纪商向其提交的交易相关数据的必备内容和呈现格式。这有助于 SFC 使用分析工具审查大量且复杂的交易数据,以识别潜在的交易不当行为,以及在卖空、最佳执行和利益冲突等关键合规领域内的系统性控制

缺陷。在 SFC 最近的试点测试中,该分析工具分析了客户和内部交易部门发出的类似订单的执行结果,以识别最佳执行的异常模式,以及客户享有的优惠政策或遭受的不公平待遇。

①使用实时技术工具:IOSCO 成员可以考虑使用技术工具进行实时监听和消费者保护(如果该技术工具可用且适当),以抵御表层网、深网和暗网上的恶意活动,从而更好地检测触发事件。成员可考虑公布这些触发事件,以最大限度地减少对散户投资者的负面影响。

②使用监管工具来解决数据缺口问题:在金融产品状况存在不合规或缺乏监管的情况下,IOSCO 成员就会不定期收集数据。加密资产市场是这种限制的一个例子。在要求尚未完备的情况下,监管机构可以考虑如何让市场参与者提供有关散户投资者加密资产交易量和 KYC 详细内容的信息,以便在需要时更好地检测和干预,以减少市场滥用活动(例如,更好地识别与推广针对散户投资者的加密资产代币活动相关的“拉高出货”计划)。

③RegTech 和 SupTech 的使用:一些受访者认为,数字尽职调查框架可以使监管机构识别市场参与者和投资者,并打击欺诈行为。目前正在开发人工智能的生物识别工具以支持远程入职的 RegTech 公司正努力促进这种框架的建立。

关于 RegTech 的普遍使用,SEBI 发起了一项倡议,利用 AI/ML 和 RegTech 将社交媒体扫描纳入警报生成过程。新加坡金融监管局(MAS)有一个项目,将从提供金融咨询服务的金融机构处收集全面且细化的数据(例如,客户资料、产品、交易、薪酬、投诉、不当行为报告、纪律处分等),运用到监管活动中。一些权威机构有专门的部门或团队来支持 SupTech 工具的开发。MAS 的 Suptech 部门就是一个专门的部门,负责推动 Suptech 议程。

虽然 SupTech 和 RegTech 的应用可以改善金融监管效果,并协助监管机构识别恶意行为者,但一些受访者建议,监管机构应确保此类技术的使用不会侵犯个人隐私权和非歧视权利。受访者还建议,监管机构在使用 SupTech 和 RegTech 的 AI/ML 功能进行监管时,特别是在收集公共数据时,应确保遵守和考虑其指导意见如何解决隐私问题,或采用统一的全球隐私标准(如欧盟的《通用数据保护条例》)。

此外,这些受访者认为,监管机构还应尽可能考虑开发完备的数据加密功能,以期在使用 SupTech 工具时,提高在市场监管活动中收集数据的可操作弹性。

最后,受访者建议在开展市场监管活动时,监管机构还应考虑其 SupTech 能力是否受到编码偏见的影响,并希望其考虑以下因素:监管机构应该意识到 SupTech 行为中可能存在哪些主观特征?这些特征在多大程度上可能使一些公司的活动受到不公平的歧视?监管机构在运用 SupTech 进行编码以识别不良行为者时,应考虑哪些适当的指标、标准或指导?

④网页抓取:监管机构可以考虑使用网页抓取功能从网络上自动收集大量的数据,用于监管活动。随后筛选收集到的数据以获得最相关结果,这非常重要。社交媒体数据的覆盖范围、质量和及时性因平台而异,没有“放之四海而皆准的方法”。例如,网页抓取技术已经为 FSMA 提供了一个与 ICD 相关的有效视图,并且可以主动识别欺诈行为。

⑤应对识别不良行为者方面的挑战。

及时发现和起诉欺诈性网络内容,对于保护投资者免受投资诈骗至关重要。监管(尤其是执法)方面的一个重大挑战是难以识别不良行为者并追究其责任。这一挑战主要来自互联网和社交媒体的某些独特功能,包括以相对较低的成本与多个法域内的许多用户进行近乎即时的通信;易于创建看似合法的网站、账户、电子邮件、消息或网页;匿名的可能性;互联网上庞杂的内容以及飞速的变化使得在对不良行为者进行识别时非常具有挑战性。

欺诈者可以隐藏在网络和网络不当行为的跨境性质背后。网络环境还提供了通过使用复杂的广告定位技术、对私人信息进行加密以及虚假账户的方式来隐藏身份的机会。犯罪者试图利用管辖权差异或缺失,在网络环境下使用不同的互联网域名,在短时间内轻松快速隐藏或更改身份,这反过来又使投资者很难确定一个网站是否属于一家由国家法律授权的公司。IOSCO 成员也很难将责任归咎于该公司。

因此,监管机构迫切需要使用工具、采取战略来应对这一挑战。为此,IOSCO 鼓励其成员使用《零售分销和数字化报告》中能够进行主动防御和调查的技术性执法工具箱措施 1,并由此获益,以支持对非法数

字行为进行检测和调查。

IOSCO 的 MMoU 也是从国际角度打击网络危害的一个重要工具。

3. 运用行为科学分析零售行为,制定消费者保护措施

正如消费者圆桌会议在讨论中提出的,在防止散户投资者投资不合适的产品方面,信息披露和投资者教育措施存在局限性,特别是在适用性和信息披露规则要求薄弱的情况下,这项结论得到了 IOSCO 先前研究结果的支持。资格测试、消费者警告和消费者教育可以作为工具,但不应被视为减轻对散户投资者造成伤害的灵丹妙药。事实上,由于在设计此类工具时,消费者和公司利益并不一致,监管机构与私营部门合作,以确定金融产品是否适合散户投资者的许多测试都失败了。

相反,监管机构可以考虑采取不同的方法来支持投资者教育计划,例如行为科学研究,以更好地识别和分析行为杠杆和推动因素,以及分析驱动散户投资者行为的在线营销趋势的潜在因素。此类评估可以补充一些监管机构正在采取的政策和法规,以更好地完善消费者保护政策、制定其他监管干预措施[例如,产品干预或设计和分销义务,如 ASIC 的网络动态驱动覆盖]。

金融教育举措还可以考虑更多元化的政策和监管议程。在此情形下,监管机构必须承认金融公司的能力,以确保它们的在线平台选择架构(包括它们如何设计和分销产品)能够有助于防止损害发生,而不是永久地伤害其客户。公司应确保在产品闭合生命周期和其他相关运营流程中保持完善的产品治理框架和强大的产品监控能力。为了防止消费者受到伤害,监管机构还可以考虑在金融产品方面实施有针对性的、基于监管原则的设计和分销义务(DDO)。此类义务将要求发行人和分销商拥有有效的产品治理框架,以确保金融产品适当地针对散户投资者。如果监管机构在发行产品之前对公司的目标市场确定(TMD)和产品披露声明(PDS)不满意,并且它们的存在有对消费者造成重大损害的风险,监管机构可以考虑通过发布“停止令”来行使产品干预权(如果存在)。

由于许多恶意行为者使用“黑暗模式”(例如,网站、应用程序或其他数字界面上精心设计的功能,这些功能会对消费者的行为产生影响,使他们作出违背自己的利益或意图的行为)来操纵人们的行为,监管机

构可以考虑利用行为科学识别此类行为杠杆,以识别和利用恶意行为者所具有的心理偏见,进而打击恶意行为者。

数字界面和在线交易能够为监管机构提供必要的基础设施,以便在受控环境中试验和测试有关散户投资者行为的监管工具。通过在数字界面上进行实验,监管机构可以更好地分析散户投资者的行为动机,并通过经证实的数据进行政策选择,这些数据将使监管机构能够在需要时设计必要的干预措施(例如,监管机构可以考虑实施其所享有的产品干预权力,在分析高风险杠杆产品可能给投资者造成重大损失的实验数据后,限制向散户投资者销售此类产品)。

4. 简化举报途径,建立一个可对举报、转介以及投诉进行分流的受理体系

举报制度可以提供另一种方式,在员工或第三方意识到潜在的不当行为问题时通知公司和监管机构,从而有助于降低零售不当行为的风险。由于某些市场的不透明性,诸如加密资产市场,这意味着在该类市场中不当行为可能更难被发现。如果有效的举报程序能增加不当行为被察觉的概率,就能够对不当行为起到威慑作用。举报政策的适用范围很广,其范围可能因管辖区而异,包括提交举报信息的程序、对举报人的保护以及对举报不当行为的奖励(如金钱奖励)政策等。

SEC 制定了长期计划,以促进对涉及新兴活动事项的有效调查工作。投资者、公众、受监管实体和其他机构可以通过 SEC 网站上的在线表格,向 SEC 提交有关任何类型的潜在证券违规行为的举报、投诉或者转介。SEC 工作人员将会审查在线表格中所有的举报、投诉和转介信息,并对其进行评估,以便进一步调查或作出其他回应。此外,《多德—弗兰克法案》(Dodd - Frank Act)第 922 条规定,如果 SEC 通过执法行动从违规者处获得超过 100 万美元货币补偿,举报人将获得 10% ~ 30% 的奖励。

OSC 于 2016 年制定了一个举报人计划,该计划提供金钱奖励以及强有力的保密和反报复保护措施,以鼓励人们提供与“难以被发现”的不当行为有关的信息。事实证明该计划,特别是针对网上欺诈计划,造就了一个有效的信息来源渠道,有助于相关组织采取执法行动。OSC 已收到来自公司内部人员和外部公众所提供的各类信息。

SFC有多种途径供市民投诉中介人及市场活动。《证监会行为准则》第12.5段亦规定,持牌及注册人须就一系列事宜向SFC报告,包括公司合理怀疑其客户可能实施的任何重大违反市场规定的不当行为。

(三) 加强双边和多边的跨境合作,健全国内外监督执法框架

1. 促使达成更多的合作和协作,尽可能地减少监管套利

建立和完善监督和执法框架并不是一个崭新的概念,然而,这些框架的有效性和效率在很大程度上取决于支持与遵守执法框架的主体。

IOSCO的MMoU和EMMoU是签署方成功使用的框架的例子,其被成功用作打击和减少不当行为的执法和信息共享机制,且越来越具有跨境性质。执法和调查的效果往往取决于收集到的信息质量和信息传播速度,包括通过外国同行的协助获得的信息。同样重要的是,签署国应继续寻求提高合作速度和质量的方法,包括投入充足的资源、开展有效且及时的国际合作,并考虑在对实施跨境不良行为的主体采取执法行动时与其他监管机构开展联合调查行动,或协商、探讨公开相关信息的可能性与适当性。^[133] 签署国还应表明愿意在各自法律框架的范围内就涉及加密资产等新兴产品或服务的事项进行合作。

此外,《网络分销和数字化报告》执法工具箱中“加强有效的国际合作,并与刑事当局、其他当地和外国合作伙伴保持联络”的措施3,建议IOSCO成员在调查活动和执法行动中开展有效的跨境合作和协作,并加强与刑事当局和其他国内外合作伙伴的联络。

与此相关的是,国际监管范围之外的地区(例如,国际合作协议未涵盖的管辖范围或地区)越来越多,这使执法合作的成效大打折扣,并成为了不良行为者的安全区。因此,监管机构应采取行动以尽量减少不受监管地区的数量。

同样,在监管合作的背景下,任何伙伴关系的成功,无论是双边还是多边,都将依赖相关监管机构之间信息共享的总体一致性、可靠性和快速性。IOSCO董事会及其下属的政策委员会、专门工作组和团队定期召开会议,分享有关证券和衍生品问题(包括新出现的问题)的信息和情

[133] 联合执法工作应以不损害每个监管机构在其管辖范围内行使权力的独立性或自由裁量权的方式进行。

报,包括在解决问题的过程中得出的经验教训。IOSCO 还定期与 FSB 等其他组织举行会议,以实现类似的目标,并认识到在日益“无国界”的世界中,通过全球合作和多管齐下的方法来最大限度地减少监管套利和实现一定程度的监管趋同至关重要。这些努力在一定程度上有助于克服地缘政治问题,或者消除由不同法域内实施的不同政策、法律和法规所产生的障碍。

在监管机构强化其监管工具库的同时,还应将重点放在提升内部运营能力上,并确保监管机构在可能的情况下拥有充足的设备和资源,减少内部和跨组织共享数据和情报时可能产生的摩擦,使用更具灵活性和更明智的方法来处理监管问题。

超过 2/3 的 IOSCO 成员表示,提高成员之间的信息共享速度对于更有效、更及时地解决跨境欺诈问题至关重要。许多成员和利益相关者认为,IOSCO 可能需要努力找出共性问题,并寻求加强跨境合作的方法,以帮助监管机构、公司和其他利益相关者,如行业组织。这样的努力可以促进所有利益相关者在打击和破坏跨境欺诈或不当行为方面进行更有效的协调,并尽量减少对消费者的伤害。

IOSCO 还可考虑在 MMoU 和 EMMoU 下现有的执法合作和信息共享框架的基础上,探讨如何促进各主管当局之间更有效地共享关于跨境不当行为的高价值情报。获得更广泛的关于跨境不当行为的高质量情报将有利于各法域监管机构或负有监管职责的人更早地发现跨境不当行为,及时采取行动,最大限度地减少对投资者的伤害。

SFC 的努力是加强中国香港特区、中国内地和主要海外市场的监管机构间有效监管和执法合作的一个很好的例子。合作以 MMoU 为基础,明晰多方就从执法到市场发展等问题达成的共识。多年来,SFC 已与香港特区、中国内地和海外的监管机构签署了多个双边或多边协议。

就瞬息万变的加密资产生态系统而言,全球合作和协作的重要性显而易见。加密资产的发展曾经被认为是一个新兴领域,而现在已经成为市场的主流,成为国家和全球议程上的首要项目。监管机构是否具备能力以减少这一领域出现的跨境不当行为的数量,在很大程度上取决于对各监管机构以及市场参与者、消费者团体和其他利益相关者的理论知识与实践经验的借鉴程度。如前文所述,鉴于加密资产投资所具有的跨境

性质,IOSCO 设有专门的国际协调小组,旨在分析和应对加密资产领域的市场诚信和消费者保护问题。

虽然本报告以加密资产为例,说明加强合作框架的重要性,但人们认识到,随着技术变革不断会对市场产生影响,监管机构之间的对话将继续发展,以涵盖其他新兴领域。

2. 酌情与其他国内外机构合作,解决不当行为的共同问题,识别涉及不当行为的个人和团体,并促进对不当行为的早期干预和破坏

IOSCO 希望通过强调与其他类型的监管机构合作的重要性,包括那些对银行或消费者行为、反洗钱规则进行监管的机构,以期在识别欺诈行为者或发觉欺诈渠道的过程中开展合作,并在直接中断或阻止诈骗活动或与诈骗有关的资金流动方面相互支持。IOSCO 应继续加强在这一重要问题上所作的努力。

监管机构应酌情与伙伴组织进行合作,包括其他执法机构和在线平台,因为这可以产生协同效应。例如,法国金融市场管理局已经与法国经济和财政部下属的数字监管专业中心进行合作,开发一种社交媒体扫描工具,该工具将有助于检测可能制造规模假象的机器人。在另一个例子中,ESMA 的适用性共同监管行动,旨在确保欧盟的公司在所有渠道(包括数字渠道)中,实施与传统投资服务提供的投资者保护制度和信息披露相同的标准。

通过在线平台交易的产品日益复杂,以及其高风险或高利润的特性,使无牌公司十分喜欢将其用作对散户投资者开展诈骗活动的工具。因此,无牌公司通过在线平台分销这些产品,给投资者保护带来了很大的挑战,投资者所遭受的损失程度有所增大,相关的投资者投诉与咨询数量有所上涨。

鉴于高风险产品和杠杆产品主要通过在线交易平台提供给散户投资者,提供这些产品的新公司进入市场相对容易,在其产品销售的法域几乎没有实体存在,它们通过购买现成的交易平台,并以最低的资本支出、极低的固定管理费用的方式进行营销。这可能使 IOSCO 成员难以在公司注销或重新注册登记开展营业活动之前,发现、识别并对其采取行动。

一些法域设置了监管范围边界,只有以该法域居民为对象的公司才

可以获得许可,开展营销活动、提供或销售相关产品。在这些法域内,向非居民提供相关产品的公司无须以获得许可为前置性要件开展各项活动。许多公司利用这一监管漏洞,将总部设在不需要获得许可的法域,将外国投资者作为主要诈骗对象。

IOSCO 成员已经使用了多种不同的执法措施来解决此类问题。这些措施包括:提起诉讼以维护监管机构的管辖权;在其管辖范围内阻止访问提供非法二元期权的网站;以法院的判决为基础,追缴违法所得、赔偿客户损失及对其进行罚款;公开法律活动;取缔非法经营企业;根据其他监管机构的行动获得相应的行为指令。

应当鼓励 IOSCO 成员考虑如何更好地利用现有机制来共享、传播信息,改善成员之间的沟通,并允许其在国内外的调查活动中加强合作,以采取实际行动的方式来应对这些挑战。例如,IOSCO 成员可以考虑就欺诈公司与相应的刑事当局加强接触。

关于欺诈性产品的情报数据库和正式的情报收集计划也可以帮助监管机构识别参与欺诈活动的个人和实体,并更好地了解它们与不同欺诈计划之间的关系。这些信息对于监管机构制定适当措施以破坏这些计划,打击这些计划的实施主体也颇有作用。例如,加拿大证券管理员(the Canadian Securities Administrators, CSA)特别工作组制定了一项国家数据收集计划,以更有效地收集有关欺诈性二元期权计划的信息。收集到的情报被用于更好地了解二元期权生态系统,为提高公众意识的宣传活动、调查活动提供了统计数据。

提高广告服务商、移动应用提供商、银行和支付平台等利益相关者的意识也非常重要。欺诈者通常使用互联网网站和移动 App 向公众大规模推销产品。广告服务商和移动应用提供商可能没有意识到欺诈者行为所具有的违法性质。提高支付服务商、服务提供商的意识,完善相应的基础设施,可能会使这些利益相关者不再为欺诈公司提供服务,以减轻其因欺诈活动招致的声誉受损风险。例如,一些 IOSCO 成员已经提高了对二元期权欺诈和无牌公司在移动应用商店中向散户投资者提供二元期权行为的敏感度。这种合作使某些应用商店阻止无牌公司通过其网站提供有关二元期权的 App 软件。

零售欺诈(无国界欺诈)日益增加的在线和跨境性质,需要不断加

强国内外合作,以达到执法和监管的目的。在某些情况下,IOSCO 成员可能需要考虑设立由国内当局组成的国家工作组。

例如,2021年12月,SFC、中国香港警方、MAS 和新加坡警方开展了一次联合行动,打击一个涉嫌在香港特区和新加坡实施“唱高散货”操纵计划的复杂集团。中国香港特区和新加坡的证券监管机构和执法机构同时参与的联合行动,是打击“唱高散货”操纵计划的首例。

(1) SFC、香港特区警方、MAS 和新加坡警方的 190 多名工作人员对香港特区和新加坡的 33 处场所进行搜查,共有 10 人被捕,其中包括该集团主要成员及其同伙,以及香港特区上市公司的一些高级管理人员。香港特区与新加坡联合行动之前,SFC 率先发现了该集团正在进行可疑的交易活动,该案件涉嫌洗钱和跨境交易,同时有关行为具备《证券及期货条例》(SFO)规定的特定市场不当行为的构成要件,因此 SFC 将该案件移交给 MAS 和香港特区警方。

(2) 联合行动的行动依据如下:

① SFC 与香港警方签署的 MoU。

② IOSCO 关于协商与合作及信息交流的多边谅解备忘录和多边谅解备忘录,以及 SFC 与 MAS 的双边谅解备忘录。

(四) 解决加密资产对散户投资者造成的伤害

1. 在现有监管框架尚未涵盖的范围内,确定是否存在可用于为加密资产交易提供 KYC 和交易报告数据库的监管权力

加密资产分析提供商 Chainalysis 最近发布的一份报告^[134]显示,截至 2022 年 8 月,2022 年的骗局总收入为 16 亿美元。此外,Chainalysis 估计,到 2022 年从 DeFi 协议中被窃取的大部分资产与有朝鲜政府背景的恶意为者密切相关(例如,Lazarus Group 等精英黑客组织)。

消费者圆桌会议的受访者指出,加密资产是监管机构应该关注的一个新兴领域。许多集中式加密资产交易平台和中介机构在不遵守现有法规的情况下运营,这导致加密资产零售交易的数据可用性和产品识别能力大幅度降低,这可能使跨境问题和挑战不断加剧。IOSCO 正在对加

[134] Mid-year Crypto Crime Update: Illicit Activity Falls With Rest of Market, With Some Notable Exceptions – Chainalysis.

密资产市场进行全面分析,包括评估这些资产的监管影响。

在现有监管框架尚未涵盖的范围内,监管机构可以考虑是否有监管权力可用于获取 KYC 和交易报告数据库以提供相关信息,协助监管机构应对因使用加密资产(如洗钱和恐怖主义融资)而可能产生的跨境不当行为,同时酌情遵守“技术中立”原则。

由于信息共享是区块链的基本组成部分,监管机构可以使用第三方服务商提供的数据,这些数据提供商已经分析了有关加密资产市场发展趋势的信息。同样,监管机构可以使用加密资产的交易流程跟踪工具来评估几个市场的交易总量,不仅要集中式加密资产交易平台的交易数据进行内部记录,还应将其记录在公共区块链上。

监管机构可以考虑如何能够从加密资产交易平台等虚拟资产服务提供商(VASP)那里获得信息以报告其所开展的活动。MiCA 谈判期间,拟议修正案可能要求在欧盟中设立 VASP,对其进行实质性管理,包括在申请授权的成员国内设立常驻董事和登记办事处。此外也将考虑对管理人员、在 VASP 中持有合格股份的人员或与 VASP 关系密切的人员进行严格规制。如果潜在的加密资产服务提供商不符合反洗钱监管与合规细则保障措施的规定,监管机构可以考虑对其颁布临时停止令。

在现有的监管要求下,客户的加密资产可用于在 DeFi 贷款协议中进行投资或借贷,那么此时加密资产服务提供商应向客户明确披露此类活动,并使适当的内部记录保存和治理机制有效运转,以减轻投资者资金作为抵押财产所涉及的潜在风险。如果此类风险能够化解在现有的监管制度中,监管机构应设法执行这些监管要求。

监管机构可能会考虑立即实施金融行动特别工作组(FATF)的“旅行规则”,该规则要求加密资产服务提供商或 VASP 在进行虚拟资产交易时共享发起人和受益人信息。这有助于推进反洗钱和反恐融资计划,并有助于提高加密资产与虚拟资产审计工作的透明度。在可能的情况下,IOSCO 成员和委员会应以开放的态度,考虑增加与其他国际标准制定机构进一步深入接触的机会,以更好地获取加密资产交易数据。除了分析和响应加密资产领域的市场诚信和投资者密切关注的问题,IOSCO 加密货币和数字资产及 DeFi 两个工作流还将考虑系统性风险问题,以

补充 FSB 的加密资产和 DeFi 工作。^[135]

最后,考虑到所涉及的风险和资金混合的突出特点,公司应向客户明确披露客户资产的持有方式和地点,包括入股或借款,并进行适当的内部记录保存和治理。

2. 行使适当的监管干预权力,以解决散户投资者面临的跨境加密资产欺诈和盗窃问题

加密资产交易平台和中介机构并非在不受监管的空间中自由经营,许多平台和中介机构的运营不符合现有法律规定。与互联网提供的投资一样,加密资产领域被认为是无国界的,并且由于技术的发展而变得更加容易进入。散户投资者可以访问国际上无数的加密资产平台(如 Coinbase 等国际加密资产交易平台),并且可以轻松买卖任何数量的加密资产。鉴于在国际上很容易获得加密资产,散户投资者遭受到的与加密资产有关的不当行为的风险也在相应增加。因此,IOSCO 成员监管机构可以考虑在适当情况下使用监管干预权力,以酌情减轻跨境加密资产给散户投资者造成的损害。

一些法域目前正在对加密资产交易平台和中介机构进行监管。例如,目前在加拿大,OSC 和加拿大证券管理员的其他成员希望加密资产平台向其主要监管机构提供预注册^[136]承诺。预注册承诺要求加密资产平台遵守与投资者保护有关的条款,并遵守目前适用于注册平台的某些要求。作为承诺的一部分,对加密资产平台施加的一些义务,应包括如下方面:

(1) 要求加密资产平台通过从简短的交易问卷中获得散户投资者在加密资产投资方面的经验和知识、财务状况和风险承受能力的信息,评估是否适合为客户开设账户。

(2) 非比特币、以太坊、莱特币、比特币现金加密资产^[137]的 12 个月滚动净购买限额为 30,000 加元(平台只评估账户的适当性)。

[135] See OR03/22 Crypto – Asset Roadmap for 2022 – 2023 (iosco.org).

[136] Canadian securities regulators expect commitments from crypto trading platforms pursuing registration – Canadian Securities Administrators (securities – administrators.ca).

[137] What are these new regulatory changes? (August 2022) – Newton.

- (3) 投资组合损失通知。
- (4) 加密资产衍生品数据交易报告。
- (5) 市场诚信义务。

如果加密资产平台不准备提交承诺书,或不遵守此类承诺的条款,加拿大证券管理员成员可以采取进一步行动。

监管机构可以继续早期采取果断措施,减少对消费者的伤害,并确保散户投资者了解与加密资产投资相关的风险。自 2022 年 1 月以来,MAS 限制加密资产市场参与者在公共场所推广加密资产服务,这导致了比特币自动提款机的拆除、地铁站内与加密资产相关广告的删除^[138]。MAS 目前正在考虑进行客户适用性测试,并限制在加密资产交易中使用杠杆或信贷工具^[139]。西班牙也采取了类似的措施来对加密资产广告的投放进行限制。自 2022 年 1 月起,CNMV^[140]要求拥有超过 10 万粉丝的博主,在其有偿地对加密资产或者加密资产提供商进行推广时,必须向 CNMV 披露其即将开展的活动内容。加密资产提供商在出售加密资产时,必须明确告知散户投资者与该投资有关的任何风险。^[141]

根据 MiCA 的条款,加密资产平台需要获得授权才能在欧盟运营,最大的加密资产平台将由 ESMA 监管。ESMA 和欧洲银行管理局 (EBA) 都将拥有干预权,在投资者保护和市场诚信可能受到损害的情况下,禁止或限制提供 VASP,以及营销、分销或出售加密资产。客户因运营弹性下降或者受到黑客组织的攻击而遭受到本可以避免的损失时,由 VASP 承担责任。此外还必须向投资者发出明确警告,说明与加密资产交易相关的波动性和遭受损失的风险性程度,并遵守内幕交易披露规则。SFC 还将根据《反洗钱修正案》引入干预权力,该修正案建议引入一种许可制度,以监管交易非证券型代币的集中式交易所。

[138] MAS 发布指导方针,阻止公众从事加密货币交易。

[139] “支持数字资产创新,反对加密货币投机”,MAS 局长孟文能 (Ravi Menon) 先生在 2022 年 8 月 29 日的绿芽研讨会开幕式上的讲话。(mas.gov.sg)

[140] Circular 3_2021 (cnmv.es)。

[141] 在另一个例子中,SEC 宣布指控金·卡戴珊 (Kim Kardashian) 在社交媒体上推广以太坊平台提供和出售的一种加密证券,但没有披露她收到的推广费用。SEC 指控金·卡戴珊非法兜售加密证券。

(五) 实施针对零售市场不当行为的新监管措施

全球散户投资者行为的发展可能证明监管机构有理由进一步审查其目前的做法。根据利益相关者的意见,以下趋势十分重要:(1)消费者越来越多地面临有关其未来财务的复杂决策,包括是否投资及如何投资,这可能会加剧失败的风险。(2)消费者因投资欺诈,损失了大量资金。^[142] (3)消费者正在寻求帮助,以避免遭受欺诈,或避免承受欺诈带来的不利后果。^[143] (4)许多可能从投资中获益的消费者目前以现金形式持有他们的存款。^[144] 随着时间的推移,因全球日益加剧的通货膨胀趋势,这些消费者的货币购买力将会面临不断下降的风险。(5)其他消费者正在进行高风险投资,许多人没有意识到其中的风险。^[145] (6)投资者的特征以及投资方式正在发生变化。总体而言,年轻投资者进行高风险投资的可能性是老练投资者的2倍。^[146] (7)金融建议并未实现市场的全覆盖,^[147] 这可能导致向消费者持续提供误导性信息,并因此产生额外的风险(如“漂绿”)。

在这种环境下,IOSCO鼓励所有监管机构采取积极、灵活和快捷的方法,以降低因近期散户投资者投资趋势的变化而可能产生的潜在监管

[142] 例如,在英国,23,378名消费者报告称,从2020年4月到2021年3月,他们因投资欺诈损失了约5.69亿英镑,比2018年增长了近3倍。消费者平均每人损失超过24,000英镑。

[143] 同样在英国,FCA消费者投资战略和反馈声明显示,其每月接到大约1400个与投资骗局有关的电话。这是2016年与2017年的2倍,比2019年高出23%。此外,平均每月有超过10,000人访问FCA的ScamSmart网站。

[144] 2020年,有1560万英国成年人的可投资资产达到或超过1万英镑。其中,37%的人完全以现金的形式持有资产,另有18%的人持有超过75%的现金(2020年金融生活调查)。

[145] 6%的投资者在新冠疫情期间增持了高风险投资(金融生活调查),或首次投资高风险产品。然而,FCA进行的研究显示,人们普遍缺乏对投资风险的认识,45%的未得到任何金融建议的投资者未能认识到“损失一些钱”是一种投资风险。

[146] 例如,34岁以下的人持有44%的加密货币和31%的众筹投资(数据由金融生活调查提供)。此外有一个崭新的、更年轻的、更多样化的消费者群体开始参与到高风险投资中。近2/3的人声称,巨大的投资损失将对他们当前或未来的生活方式产生根本性影响。

[147] 2020年,拥有10,000英镑及以上的可投资资产的英国成年人中,有一半在过去12个月里没有得到任何正式的建议来帮助他们作出投资决策(零售分销审查与金融咨询市场评估)。此外,在过去的12个月里,只有8%的英国成年人接受过财务咨询,只有1.3%的成年人使用过在线机器人咨询。

风险,并随着环境的变化定期审查其监管措施的实效性。

监管机构可以使用多种监管工具的组合。这些措施包括制定规则、要求修改立法(当危害超出监管范围时),以及完善监督和执法工具。例如,他们可以同时开展反诈宣传活动,与外部合作伙伴共享信息、开展合作,加强有关金融促销活动方面的监督和执法工作,以及积极持续地对那些试图欺骗消费者的未经授权的企业进行打击。

考虑到传统监管工具在日益数字化的环境中的局限性,作为一个非详尽清单,IOSCO 成员可通过全方位的灵活方式,使用一些创新工具。在这方面,可参考 IOSCO《零售分销和数字化报告》第 8.2 节中的执法工具箱。

1. 与高风险产品销售相关的规则

监管机构可能会考虑通过监管,对现有政策予以修改,包括在高风险投资的营销中加强对投资者的保护,对一些法域来说,这可能包括更明确的风险警告和对高风险投资实施诱导行为的禁止。

例如,SFC 已经发布了《网上分销及咨询平台指引》,要求中介机构在网上销售复杂的产品时确保其行为的适当性。该指引还列出了适用于机器人顾问的具体要求,涉及客户信息、客户档案、系统设计和开发、算法的监督和测试以及再平衡等事宜。

FCA 已采取措施,改善针对散户消费者开展的高风险促销活动的营销行为。虽然 FCA 对许多高风险投资发行人的监管权力有限,因为提供这些产品的公司通常不在监管范围之内,但 FCA 可以针对发行人的营销行为制定金融促销规则,该规则适用于公司被批准开展或被允许宣传与这些投资相关的财务促销活动时。为了保证金融促销规则的实施,并有效地对消费者予以保护,FCA 正在对在线金融促销活动进行监测。其还与在线平台密切合作,以确保它们能够更多地实现其所作出的公开承诺,以阻止在线广告所产生的危害。例如,自从 FCA 与谷歌合作,并颁布新的金融服务广告政策以来,FCA 发现未经授权的实体在其平台上所投放的不合规付费广告数量大幅减少。这也成为鼓励与服务提供商进行合作的有力证据。

2. 消费者服务热线和反欺诈活动

这些举措可以直接为消费者提供支持,并对没有经验的投资者进行

教育,使其了解投资的风险,以及如何更好地保护自己免受欺诈。反诈骗活动可以帮助消费者保护自己免受欺诈。

例如,FSMA 于 2020 年在 Facebook 和谷歌上开展了一场针对投资欺诈的大规模数字化活动,旨在提高公众对投资欺诈的认识。马来西亚证券交易所指出,它通过实施一系列计划、举办研讨会、借助教育门户网站和媒体等方式开展投资者教育活动。

在另一个例子中,OSC 开展了消费者沟通活动,通过消费者使用的渠道(如 TikTok)和能够影响他们作出决策的人(如社会影响者),警告消费者高风险投资所涉及的风险。投资办事处制定了包括社交媒体活动在内的创新举措,以期对投资者进行教育。这些活动包括:基于 Reddit 的倡议和 Twitter 聊天,二者分别产生了 240 万次浏览量和 1640 万次浏览量的影响力。OSC 利用推广帖子(付费的“公共服务公告”教育活动)向 Reddit 上的投资者发布教育信息,说明在使用社交媒体获取投资信息时可能面临的风险,以及检查注册信息以避免收到无牌个人建议的重要性。OSC 在其帖子中使用了 Reddit 风格的语言和图像,表现出了优于 Reddit 的高标准。OSC 的帖子获得了 Reddit 的“karma”,并被授予“帮助奖”,这两个奖项都是由用户产生的。

鉴于金融骗局的数量不断增加,IFEC 在 2021 年年初开展了一次大规模的媒体宣传活动,提醒公众注意识别与防范社交媒体平台上的“唱高出货”操纵计划、网络钓鱼电子邮件等骗局,并提醒他们注意保障网络安全。IFEC 为了提高人们的防范意识,还开展了一项基于现实生活场景的在线反诈测验。

另一个有创意的例子是,法国金融市场管理局在 2021 年 12 月开展了一场反诈骗活动,该活动的目标群体有两个:年轻人和传统投资者。对于年轻群体,该活动在 Instagram 和 TikTok 上进行,并产生了非常好的效果(在 TikTok 上,以有限的预算获得 200 万次的浏览量)。对于传统投资者,相关信息主要在 Facebook 上予以发布、传播。这场活动共获得 450 万次的浏览量。

3. 安排“神秘顾客”来监督销售网点

神秘顾客是一些 IOSCO 成员用来了解和分析公司惯例做法的一种工具。在监管标准基础上,它还被用于检查和审计公司对特定客户服务

的执行情况。在一些法域,IOSCO 成员有权使用假名或非真实电子邮件地址,在某些情况下使用假护照或假银行账户,在网上营销和分销产品和服务的背景下进行秘密调查和神秘购物。正如 IOSCO 成员所报告的那样,神秘顾客可能是一种工具,其有助于核实与当地法域的联系,并收集信息和证据,包括有助于确定潜在危害规模,以及查明非法活动幕后黑手的信息。^[148]

4. “监管沙盒”方法

“监管沙盒”可以识别金融服务和产品呈现出的崭新风险。例如,在新冠疫情暴发之后,印度银行为消费者建立了一个专门的新冠疫情中心,旨在收集印度银行和其他欧洲当局为消费者、受监管企业提供的与新冠疫情相关的一手信息、指导方案和政策决定。

2017 年 9 月,SFC 发布了两份通告,宣布 SFC“监管沙盒”与在中国香港特区开展监管活动的金融科技业务有关。

(1)“沙盒”的建立是在更全面地使用金融科技之前,为符合条件的公司提供一个有限的监管环境,以便其在《证券及期货条例》下开展受监管的活动。“沙盒”将使符合条件的公司,通过与 SFC 的密切对话并且在 SFC 的监管之下,迅速识别、处理与受监管活动有关的任何风险或关注事项。

(2)“沙盒”既适用于持牌公司,也适用于遵守《证券及期货条例》而接受监管的初创公司。

5. 使用侵入式监督和执法技术

监管机构可以考虑采用一系列监管和执法技术,以更好地发现和减少与金融服务和产品相关的欺诈活动和消费者遭受损害的领域。例如,OSC 使用“knock – and – talks”,即工作人员在 OSC 执法合作机构的一名警官的协助下,直接敲开调查对象的门,该行为会更迅速地得到有效信息,而不需要进行冗长的调查和听证过程。其他法域的执法部门与其管辖范围内的刑事执法机构合作,对犯罪嫌疑人进行搜查,并冻结其金融资产。还有一些法域成立了专门工作组,以解决特定领域的欺诈问题。

[148] CR02/2022 Report on Retail Distribution and Digitalization (iosco.org), p. 25.

6. 借助工具以更好地查明企业对气候信息披露标准的遵守情况,并更好地监测“漂绿”行为

监管机构可以考虑使用 AIML 驱动的 RegTech“网页抓取”和自然语言处理(NLP)技术^[149]来确定有关可持续金融产品的信息披露是否符合其管辖要求,以更好地识别散户投资者可能面临的“漂绿”风险。网页抓取还可以提供一个指标,用于量化发布可持续发展报告的公司数量。监管机构也可以考虑内部开发或使用第三方开发的可持续发展软件,以自动收集能源消耗数据、管理排放因素、计算排放量,以便更好地分析、评估企业是否存在“漂绿”行为。^[150]

八、结论

零售交易格局是复杂且不断变化的。本报告对零售交易格局进行了“一个时间点”的回顾,环境正在迅速发生变化。IOSCO 将持续对此类发展趋势进行监测,以期与其他组织机构在每个领域都能开展进一步合作。

零售趋势变化多样、对散户投资者造成伤害的潜在因素来源广泛,这些都在本报告中予以详细介绍。零售交易格局的变化是各种因素相互作用的结果,例如新冠疫情的暴发与流行、不断变化的宏观条件(“长期低利率”“迅速上升的利率”“通货膨胀环境”)、人口趋势,以及重要技术的发展,这些趋势都具有全球性。

在信息来自社交媒体的在线环境中,监管机构需要开发和使用技术型工具,以便早期识别不当行为,快速进行干预。对散户投资者保护监管方法的审查,不应仅仅基于实际或潜在的发展趋势,还应基于它们发生的规模。

尽管大型教育活动十分重要,但它们仍有局限性。除了传统的教育模式外,监管机构还应探索新的方法,设置多元的参与渠道,不仅使消费

[149] See Poster – DS3 – AI (ds3 – datascience – polytechnique. fr).

[150] See AI Utility NovA! to Unlock Opportunities for Green Financing and Combat Greenwashing (mas. gov. sg).

者获取知识,还要培养消费者的投资能力与投资技能,两个方面是相辅相成的。

缩短公司信息披露时间或许并不能提高投资者对披露内容的参与度。相关研究表明,重点应放在转变信息披露的格式上,使投资者能够方便、简洁地找到最重要的信息。

金融服务的日益数字化,以及投资者对在线分销方式的熟悉度日益提高,使欺诈者可通过更低难度、低成本的方式,向更多的目标受众传播虚假信息。不法分子使用一系列有效而复杂的策略来建立投资者对其的信任并对监管漏洞加以利用。虽然社交媒体确实带来了诸多好处,但社交媒体可能使人们获得不受充分监管的跨境信息和跨境服务。相关主体还可能利用社交媒体发布广告,以传播误导性信息,从而实施欺诈等不法行为。

随着全球趋势和技术的进步,欺诈模式也在不断发展。加密资产诈骗和漂绿行为就是两个相关的例子。随着数字化促销和在线营销活动的不断增多,欺诈活动也逐渐增加,监管机构应该致力于从源头上解决潜在的散户投资者伤害风险,取缔有害的在线营销渠道,以及其他任何误导、不准确或虚假的信息来源。

作为一种全球趋势,投资加密资产虽然能够带来高额的利息收益,但也产生了各种风险,而投资者对其产生风险可能并不了解。加密资产欺诈导致大量散户投资者受到损失。IOSCO 成员此时合作打击全球欺诈,并在可行和适当的情况下利用监管干预权力减轻跨境加密资产对相关散户投资者的伤害,实际上这比以往任何时候都更加重要。

跨境活动的产生、在线跨境交易数据的缺乏导致的监管套利问题使监管行动变得复杂。在跨境案件的监督和执法方面一直存在悬而未决的挑战,因此需要不断深化各法域之间的合作。

最后,IOSCO 成员应该仔细观察通货膨胀加剧对零售人口的影响。展望未来,较高的生活成本可能会增加投资者的风险偏好,因为他们在寻找能够战胜通货膨胀的回报性投资。这可能会激励散户投资者转向投资高风险或不受监管的产品,这反过来可能会增加他们成为欺诈对象或欺诈牺牲品的风险。

附件一:IOSCO 相关报告(略)

附件二:反馈声明

问题 1:人口重点

在风险分析中,监管机构是否应特别考虑针对特定群体所具有的不同特征,采取额外的或加强现有的投资者保护措施?如果是,应该更多地关注年轻群体还是较年长群体?群体行为是否存在一个临界点,超过了这个临界点,监管机构就应当予以关注?

然而,公众咨询意见的反馈通常不赞成把重点放在特定的人口群体上,而是更倾向于关注一般性的金融素养。两位 IOSCO 成员的反馈描述了所有年龄段投资者面临的零售市场行为的相关挑战。大多数私营部门的反馈证实了这些观点[例如,欧洲基金与资产管理协会(European Fund and Asset Management Association, EFAMA)、欧洲储蓄银行集团(European Savings Banks Group,ESBG)、ADAN(一家法国加密资产游说团体)、国际金融理财标准委员会(Financial Planning Standards Board, FPSB)、美国金融机构联盟(American League of Financial Institutions, ALFI)、巴西资本和金融市场实体协会(Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, ANBIMA)、注册金融分析师(Chartered Financial AnalystCFA)、欧盟证券交易所联合会(The Federation of European Securities Exchanges, FESE)、美国全国期货协会(National Futures Association, NFA)、世界交易所联合会(World Federation of Exchanges, WFE)、AIMICHIA(Aimichia Technology Co., Ltd., 一家专门从事反洗钱、反腐败、反逃税和预防金融犯罪的初创公司)、香港上海汇丰银行有限公司(The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Limited, HSBC)]。高级金融管理师(Advanced financial management associate, AFMA)将支持人口统计方面仅以信息活动为基础的具体措施。

问题 2:零售趋势

咨询报告是否准确地反映了重要的零售趋势和零售交易增加的原因?是否有任何遗漏的关注点或问题以及其他潜在的风险放大因素?在您看来,增加消费者在零售市场的参与度的当前和潜在的长期影响是什么?

总的来说,咨询反馈认为报告已准确把握了零售趋势。HSBC 的回应强调,股票代币通常在不受监管的平台上交易,因此可能需要将股票代币交易行为纳入监管领域。一个监管机构强调了一些新兴趋势潜在的监管影响。人们担心,消费者在寻求高回报的过程中,可能会转向高风险或欺诈性的投资。未获得投资建议的投资者可能会承担更高的风险,而资产管理公司的资产管理规模会因此而缩小,这可能会刺激有关主体开发崭新的、潜在风险更高的商业模式,这些模式可能不会优先考虑对投资者进行保护。所有这些反过来都凸显了完善投资

者保护和教育举措的重要性。EFAMA、AFMA、AIMICHIA 指出,不受监管的交易行为和咨询活动有所增加,这可能会产生潜在的长期影响。最后,HSBC 在回应中强调诈骗行为的增多可能会导致更严重的不利后果。

问题 3: 游戏化和自主交易的影响

从零售风险和行为的角度来看,自主交易和游戏化的潜在影响是什么?是否应当对这些活动的高风险进行监管或禁止该活动,例如,某些高风险的游戏化技术。

与利益相关者在其他问题上普遍达成共识不同,不同的利益相关者对游戏化和自主交易的影响有不同观点。监管机构认为投资者教育和信息披露是最重要的。一个监管机构强调,由于缺乏对实际交易活动的定义,很难禁止某些交易活动。私营部门建议禁止某些商业模式(EFAMA、FPSB、HSBC),扩大信息披露范围,建立针对行为风险的警告系统(CFA、FESE、AIMICHIA)。

问题 4: 监控加密资产交易

监管机构是否应该考虑对散户投资者的加密资产交易进行监控?是否有办法填补散户投资者加密资产交易方面的明显数据缺口,如何为散户投资者提供其他保护,监管机构何时可以开始监控加密资产交易?在采用不同的监管措施、统计方式、政府与私营部门数据收集方法存在差异的法规,其所采取的不同方法是否更有效?

关于如何监管加密资产环境的看法存在很大分歧。虽然 ADAN 赞成使用统计工具进行实时贸易监测,FPSB、WFE、AIMICHIA 赞成定期对相关信息进行报告,但其他答复者认为商业行为才应是监管的重点。ESBG、FESE、AFMA 赞成实施“相同的业务,相同的风险,相同的规则”的方法,而泰国证监会认为应更侧重于增加散户投资者的知识和经验,以及加强对服务者或产品提供者的培训。此外,ALFI 与 WFE 支持加密资产的监管规则与欧盟现有的 MiCA 法规保持一致。

问题 5: 对新兴趋势的监管方法

监管机构应该如何应对新兴趋势(例如,加密资产交易或使用隐藏收入筹集机制的经纪商),他们应该何时予以干预?

许多受访者倾向于运用以基本商业模式和风险为重点的监管方法。与问题 4 类似,ESBG、ALFI、AFMA、HSBC 建议根据“相同的业务,相同的风险,相同的规则”进行监管,FPSB 建议在监管过程中使供应商对其分销渠道的行为负责。EFAMA、ADAN 强调了供应商和监管机构在线进行信息披露和发布警告的重要性。AIMICHIA 提到贸易流跟踪是监控贸易活动的一种手段。最后,两家监管机构支持证明有不当行为的情况下,及时介入并公开发出警告的监管方式。

问题 6: 监控社交媒体

监管机构是否应该主动监控社交媒体和在线声明,以保护散户投资者?如果应该,何时以及如何监控?社交媒体是否应该受到有关证券交易或加密资产交易的额外监管义务的约束?如何实施这种监控,以及如何根据现有或潜在的危害来履行相应义务?是否存在任何法律依据(如数据保护)或技术障碍?监管机构在决定资源配置时,应该进行怎样的风险评估?

虽然绝大多数的反馈支持主动对社交媒体进行监控,但关于如何做到这一点,各方的建议有所不同。AIMICHIA、HSBC、ANBIMA、FESE认为,产品供应和提供方以及社交媒体影响者的跨境性和不透明性是一个问题。ANBIMA、FESE、HSBC支持对与社交媒体影响者合作的公司实施强制性报告制度。FPSB、ANBIMA认为如果社交媒体影响者超过了从提供信息到销售或建议的界限,他们必须像其他市场参与者一样获得许可,并建议对遵守界限的主体进行认证,以形成一定程度的能力水平要求和标准。泰国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission of Thailand, SECT)、美国全国证券交易商协会自动报价表“纳斯达克”(National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ)、AIMICHIA、FPSB建议通过第三方数据供应商,或与社交媒体提供商合作,以对社交媒体进行监控。此外,ESBG认为MiFID II的规定是充分的,并赞成将其适用范围扩展到海外。

问题 7: 欺诈类型

现有欺诈类型范围是否涵盖了主要的欺诈类型(例如,加密资产骗局、锅炉室骗局、克隆投资公司、误导性信息和宣传材料)?有哪些欺诈活动导致或者有可能导致大多数散户投资者的损失?监管机构是否应该考虑其他类型的欺诈或骗局?

一般来说,大多数反馈认为咨询报告已然涵盖了主要欺诈类型。最主要的两种欺诈类型与冒充可信赖机构有关,旨在对消费者进行误导性宣传[例如, FPSB、德意志交易所(Deutsche Börse Group, DBG)]和提供产品的虚假信息(EFAMA、FPSB、ICMA、HSBC)。此外,许多受访者强调,锅炉室骗局(HSBC、AFMA)、庞氏骗局(HSBC)和 rug - pulls 骗局(ADAN)等传统欺诈行为是最常见的欺诈类型。NFA、ESBG认为欺诈行为通常不是由历史悠久的经注册且信誉良好的机构实施的,而是由未注册的实体实施的。同时存在一些新的欺诈形式,如身份盗窃(DBG)、伪造和勒索(AIMICHIA)。

问题 8: 新冠疫情的影响

新冠疫情的暴发与流行对零售行为、欺诈行为会产生什么影响?如果考虑到新冠疫情对零售市场行为的影响,监管机构应如何在当前环境下对欺诈行为和不当行为作出最佳反应?

总体而言,ADAN、HSBC 的反馈证实,自新冠疫情暴发以来,合法和非法交易活动都大幅增加。许多反馈建议监管机构采取行动,如开通投诉渠道(AIMICHIA)、发布公共警报或使用先进技术,如使用 App 来检查服务提供商主体资格的合法性。其他反馈则支持完善投资者教育措施(AFMA)或加强投资者与投资顾问之间的沟通与联系,以满足适当性要求并确保投资者享有切实的金融投资机会(FPSB)。

问题 9: 跨境挑战

咨询报告是否很好地反映了现有的跨境挑战? 是否有任何遗漏的关注点或问题没有被强调? 是否有其他新颖的方式来应对影响散户投资者面临的跨境挑战? 作为一个国际机构,IOSCO 在应对本咨询报告中强调的跨境挑战方面可以发挥什么作用?

作为一个关键的挑战,EFAMA、FESE、HSBC 强调了与跨境欺诈相关的执法障碍。FPSB、FESE、WFE、HSBC 赞成加强监管机构之间的合作。尽管如此,NASDAQ 强调应该避免“一刀切”的方法。其他监管方法还包括与社交媒体合作(FPSB)和收集数据(HSBC)。

问题 10: 信息披露

监管机构应要求(在公司和产品层面)披露哪些公众担忧的问题,同时如何平衡信息披露数量与散户投资者对披露信息的理解能力? 市场是否应该继续制定特殊政策,鼓励公司在可能市场压力较大的事件中及时披露和更新信息,帮助散户投资者更好地评估此类事件当前和预期的影响? 如果是这样,实现这一目标的实际选择可能是什么,包括谁应该提供这些信息? 您是否建议采取具体的技术措施或非技术措施(例如,改变信息披露时间或者呈现形式)来提高散户投资者理解所披露信息的能力?

最常提到的担忧是信息披露是否具备可理解性。因此,EFAMA、ESBG、FPSB、ALFI、CFA、HSBC 建议使用简单的语言,以及使用对客户不具有误导性的陈述。ALFI、HSBC 指出之所以要采取上述措施,是因为对于散户投资者而言,信息量太大可能导致其理解困难。此外,NFA、国际资本市场协会(International Capital Market Association, ICMA)指出了完整信息披露的重要性,这也许就是为什么 ICMA、加密货币研究公司(KAIKO)建议为了确保向投资者提供充分且完整的投资信息,应当对信息量过少的披露行为持反对态度。EFAMA、美国富达投资集团(Fidelity Investment Group, FIDELITY)指出另一种让散户投资者容易获得信息披露的方式是通过社交媒体发送短消息。此外,WFE、DBG 强调了加强投资者教育的重要性,以使散户投资者更好地理解复杂的披露内容。最后,ESBG、NFA 指出,及时获取披露信息对散户投资者至关重要。

问题 11: 产品干预

在享有产品干预权的情况下,监管机构应考虑哪些因素来决定何时行使,以及在什么恰当的阶段行使能够减轻对投资者的伤害?例如,监管机构是否应该监控零售交易中的杠杆水平,或者寻求限制杠杆的权力?如果是,能否描述这种权力可以合理使用的情况?

人们就产品干预的有效性达成了普遍共识。虽然 EFAMA、ALFI、FESE、HSBC 认为产品干预是保护投资者或遏制市场滥用的一般性工具,但 ESBG、DBG、AFMA 指出,他们会将产品干预作为投资者遭受实际损害的最后救济手段。此外,EFAMA、WFE 认为其宁愿散户消费者面临高风险投资产品的风险,也不愿考虑杠杆水平。FPSB 则支持禁止针对散户投资者使用杠杆产品。最后,NFA 提出的一个解决方案是,通过使供应商缴纳强制保证金的方式提供保障措施。

问题 12: 全球与区域趋势

散户投资者行为的发展是否足够显著和持久,是否足以证明监管机构对其目前实施的散户投资者保护措施的审查行为是合理的?如果是,这是全球性的还是只存在于某些市场?如果只存在于某些市场,其所具有的本质特征是什么?

EFAMA、ESBG、ADAN、NFA、AFMA 认为,当前与零售市场相关的全球性发展趋势证明了对散户投资者保护措施进行深层次的审查是合理的。ADAN、WFE 认为,数字化、社交媒体和年轻投资者群体是近期零售投资趋势的驱动因素。反馈同时强调了通货膨胀压力(ADAN)和监管缺口(FPSB)是散户投资者行为变化的一些原因。FESE 与 AIMICHIA 分别表达了由于地区差异或某些法域缺乏执法权力,从而采用全球性做法的担忧。

问题 13: 工具的适当性

上述监管工具是否适当、相称或者有效?监管机构是否还可以考虑其他监管工具?哪些新技术可以帮助监管机构处理不当行为和欺诈行为(包括使用在线平台或通过社交媒体)?

虽然大多数受访者认为,拟使用的工具是适当的,但他们建议对上述工具进行扩展与补充。泰国证监会、HSBC、NFA 强调需要更多地使用 RegTech 和数据情报以达到监管目的,或像 EFAMA 所建议的那样扩展产品干预范围,或者采纳 EFAMA、NASDAQ、AIMICHIA 的建议,直接授予监管机构以执法权力。另外,ADAN、ALFI、HSBC 建议监管机构为商业行为提供更多指导方针。可持续性评估问卷(Sustainability assessment questionnaires, SAQs)与 HSBC、FPSB 侧重于散户投资者可以使用的工具,如自我评估问卷和消费者警告。

问题 14:2021 年 8 月以来的新趋势

自 IOSCO 于 2021 年 8 月调查工作开展以来,是否需要考虑散户投资者的投资趋势中有其他可衡量的变化?

自 2021 年 8 月以来,受访者指出了对散户投资者的投资产生影响的三大趋势。首先,AFMA 指出了股票市场从牛市到熊市的转变,包括零售部门资金的大量流出。其次,在 FPSB 和 HSBC 的回应中提到了全球性通货膨胀压力。最后,ESBG 指出了欧盟内部的强制性可持续性偏好。

(编辑:徐伟浩 宋 澜)