

# 声音

VOICE OF AMAC

(2018 年第 19 期，总第 101 期)

中国基金业协会

2018 年 11 月 13 日

---

## 智能投顾业务国际监管经验与借鉴

近年来，信息技术在金融领域中的实际运用，呈现出快速发展的趋势，其中，智能投顾业务（通常也称为机器人投顾）的发展受到了广泛关注，已经成为全球范围内金融行业创新的新兴热点。截至 2017 年底，包括国际证监会组织（以下简称 IOSCO）、美国证监会（以下简称 SEC）、美国金融业监管局（以下简称 FINRA）、欧盟金融业监管局（以下简称 ESAs）等在内的多家国外金融监管机构，先后针对智能投顾发布了多份专项研究报告或监管指导意见。

其中，IOSCO 于 2014 年 7 月发布的调查报告<sup>1</sup>，将全球市场内智能投顾工具的应用和发展情况总结为三项特征，一是越来越多的机构将此类工具用于客户资料收集及适当性义务等方面；二是相关展业机构普遍使用该类工具，在投资者组合创建和资产配置等的投资建议方面提供技术支持，投

资标的多为集合理财计划和公募基金（特别是ETF）等；三是各国监管机构均不禁止其使用，多数依靠原有法规制度进行监管，极少数则针对该业务出台了专门的监管法规或指引。

下文整理了主要国家/地区或国际组织金融监管机构（以下简称主要国家监管机构）对智能投顾业务的普遍认识，梳理了国际通行或常见的智能投顾业务监管框架与指引，最后，结合国内智能投顾业务的发展现状，就我国对于该项业务监管和规范方面的可借鉴之处提出了相应建议。具体如下：

## 一、国外监管机构对智能投顾的认识

总体来说，智能投顾目前在全球范围内仍处于发展初期，叫法多样<sup>2</sup>，且尚无明确的法律定义，但主要国家监管机构对该业务具有的“自动化”特征已达成共识，在对其进行内涵描述时无一例外地使用了“Automated”一词。相较于目前国内通行的“智能投顾”叫法，我们认为，“自动化投顾”或许更符合该业务当前阶段的特征<sup>3</sup>。

为便于理解，本文使用“智能投顾”一词，对于在投资顾问服务中应用人工智能技术的业务模式进行统一指代。

### （一）智能投顾业务的本质

#### 1. 智能投顾业务内涵

各主要国家监管机构先后展开了关于智能投顾业务内涵的研究工作<sup>4</sup>。IOSCO<sup>5</sup>认为，通过智能工具提供的投顾服务，包括关于投资选择和投资组合管理等的建议，通常始于向投资者提出一系列问题，其后根据投资者的回答生成对应类型，从而将投资者与投资组合进行匹配；SEC<sup>6</sup>将智能投顾

描述为“自动化的数字投资咨询程序”，通常首先了解客户投资目标、投资期限、收入和资产情况及风险承受能力等信息，其后基于对上述信息的分析，制定符合客户具体情况的投资组合，并进行管理；ESAs<sup>7</sup>将智能投顾视为可让投资者在几乎无人工介入的情况下，获取金融投资建议的算法工具，此类业务具有投顾顾问服务的特点，即直接面向投资者、运用算法分析投资者信息并给出投资建议。

## 2.智能投顾业务性质

在业务性质的认定方面，欧美各主要国家监管当局一致认为，智能投顾属于投资顾问业务的范畴，应当符合其现有投资顾问相关法规的要求。SEC规定，经注册取得合法资格的投资顾问机构是开展智能投顾业务的主体。智能投顾业务的开展，要符合美国《1940年投资顾问法》（以下简称《投资顾问法》）的规定，切实履行实质义务和信义义务的相关要求<sup>8</sup>；ESAs认为，基于“投资顾问”的属性，证券行业的智能投顾业务应符合欧盟《金融工具市场指令》（以下简称MiFID<sup>9</sup>）对于投资顾问的相关要求。

## （二）投资顾问的定义及特征

### 1.投资顾问的定义

最早对于投资顾问的定义，见于美国的《投资顾问法》，是指以营利为目的，通过直接或者间接（主要以公开出版物及其它书面形式）的方式，向客户进行证券推介或者发送有关证券分析报告的个人或者机构<sup>10</sup>。

欧盟 MiFID 框架下的投资顾问，是指投资公司针对一项

或多项金融工具交易向客户提供的、针对其个人的建议，不论该建议是应客户要求而提出的，还是投资公司主动提出的<sup>11</sup>。另根据 MiFID 执行指令，投资顾问提出的“建议”，必须表明是适合该投资者或是基于该投资者具体情况的考虑做出的，且必须是构成与买卖、交换、赎回、持有或承销某一特定金融工具，以及行使或不行使某一特定金融工具所赋予前述交易权利相关的建议。某项建议若仅定位为渠道性推广，或者面向公众发出，则不属于针对个人的建议<sup>12</sup>。

## 2.投资顾问的特征

根据《投资顾问法》的规定，美国的投资顾问业务须满足以下两项特征：一是有偿性，二是作为一项专门性的业务开展，或作为常规业务的一部分，为他人提供证券方面的建议或发表证券相关的报告或分析。

在 MiFID 定义下，投资顾问业务则须同时满足五方面特征，分别为：该服务构成推介；推介行为与金融产品交易有关；推介行为体现了适当性或者考虑了客户的具体情况；推介行为并非仅针对销售渠道或者面向公众发布；推介的对象是投资者或潜在投资者，及他们的代理人。

### （三）智能投顾的潜在风险

智能投顾业务在迅猛发展的同时，也伴随着一些潜在的风险，有可能对投资者和金融机构两方造成损害。

#### 1.投资者面对的潜在风险

（1）投资者获取、理解和处理信息能力有限的问题

由于缺乏人工解释，投资者可能因为误解重要信息的含

义，而不能准确填报个人信息，进而得到不匹配的投顾建议，从而做出错误的投资决策；投资者也不可能了解投顾工具暗含的不公平设定，以及对自己可能产生的不利后果；投资者可能不了解投顾工具的逻辑算法，从而对于投资建议的匹配程度一无所知；碎片化的服务流程，可能使得投资者很难界定确定各个环节的服务主体；此外，投资者可能不清楚其个人信息是否被另作他用。

### （2）工具自身缺陷造成的风险

智能投顾工具自身的局限性、设计偏差及使用错误都可能导致投资者做出不适当的投资决策；工具使用的便捷性，可能使得投资者忽略较为重要的信息，草率地做出不适当的投资决策；黑客入侵、算法被修改等，将导致大量投资者发生经济损失；此外，若投顾工具生成建议后没有后续跟进，投资者也可能缺乏执行投资建议的动机。

### （3）智能投顾工具广泛使用所带来的风险

智能投顾工具采取的算法相似，可能带来投资策略大量同质化的问题。此外，此类工具的迅速普及也可能导致投资者失去接受人工投资顾问服务的机会。

## 2. 金融机构面对的潜在风险

### （1）智能投顾工具/程序本身缺陷造成的风险

智能投顾工具若存在设计缺陷，其生成的投顾建议通常是不适当的，这将造成投资者资产损失，并引发投诉，同时导致金融机构面临诉讼以及声誉受损的风险。由于智能投顾工具的“互联”特点，其影响传播速度更快、波及范围更广。对于那些内控、资料保存、审计制度不健全，因而不能对算

法进行有效评估的机构来说，上述风险更加容易发生。

另外，如果金融机构在投顾服务中，将人工投顾设置为智能投顾的辅助模式，投资者可能还是会优先选择人工辅助模式，减少对智能投顾工具的使用。

## （2）权责划分方面的风险

技术的应用，在促进金融服务去中介化的同时，也使得服务过程呈现碎片化趋势，多家金融科技公司共同为智能投顾工具提供支持，每个公司可能仅负责某一环节的运营工作。当发生纠纷时，不易确定具体的责任承担主体，从而加剧相关机构的营运风险；另外，在缺乏有效的法律制度来明确金融机构与外包服务商权责划分的情况下，金融机构往往会凭借“甲方地位”，加重外包服务商的责任，从而引发相关机构之间更多的法律纠纷。

## （四）智能投顾的潜在价值

### 1. 对于投资者的潜在价值

#### （1）投顾成本降低、服务快速便捷、选择范围扩大

智能投顾降低了服务成本，可以让更大范围内的投资者获得投资咨询服务；因其互联网的特性，可以节约人工预约和沟通所需时间与精力，从而让投资者获得更为快速、便捷的投顾服务；在欧盟等一体化程度较高的地区，智能投顾工具的互联网特性，还可以让投资者接触到其它成员国的金融产品，从而扩大投资者的选择范围。

#### （2）投顾服务质量得到提高

设计良好的智能投顾工具，可以提供更为精确的评估结

果，并将同一标准适用于具有共同特性的人群，避免出现行为偏差、操作误差及误判等人为干扰因素；基于其强大的运算处理能力，智能投顾工具能及时处理行情变化，向投资者提供更贴近当期市场情况的投资建议；此外，智能投顾工具能有效保存投顾服务过程的各个细节，投资者可通过系统查询到过往记录与业绩，从而更加顺畅和准确地做出投资决策。

## **2.对于金融机构的潜在价值**

### **(1) 运营成本降低**

通过使用智能投顾工具，金融机构节省了大量的人工成本，从而降低了运营支出。前期技术和系统的投入收回后，每笔新增交易的平均成本都会显著降低，从而获得规模效益。

### **(2) 潜在客户群体扩大**

智能投顾工具可以使金融机构吸引更多的投资者。一方面，可以增加偏爱使用互联网工具的客户数量；另一方面，在欧盟这类一体化程度较高的地区，智能投顾工具还能为金融机构带来大量其他成员国的投资者。

### **(3) 服务质量优化**

智能投顾工具可以向投资者提供标准、一致化的投顾服务，还能提供更加符合实时市场行情的投顾建议；智能投顾工具的服务流程可以文档化处理，更加适应合规、风控以及审计的要求；此外，由于系统可以保存全部数据，更利于金融机构对其服务过程进行重塑，或是应对监管机构的调查。

## **(五) 智能投顾的发展趋势**

目前，美国是全球范围内智能投顾业务发展最为成熟的国家，欧盟、澳大利亚、加拿大以及部分亚洲国家也呈现了

快速发展趋势，预计随着智能投顾所管理资产规模的增长，及其潜在客户群体的扩大，未来将在全球范围内改变投资顾问服务市场的竞争格局。

行业普遍认为，智能投顾诞生于 2008 年全球金融危机，并随着 2010 年乔恩·斯坦创办 Betterment 而进入大发展时期<sup>13</sup>。据统计，截至 2017 年底，智能投顾工具管理的资产规模已经达到 2240 亿美元<sup>14</sup>，预计这一规模将于 2020 年达到 2 万亿美元<sup>15</sup>。此外，智能投顾业务的目标客户人群范围也有所扩大，从推出初期主要面向“千禧一代”，逐步扩展到了覆盖所有年龄段以及各个社会阶层的投资者群体。

## 二、国际智能投顾的监管实践

从各国监管实践来看，多数国际监管部门依据技术中立原则<sup>16</sup>，未对人工或是软件提供的投资建议进行区分，而是将智能投顾业务置于已有的投资顾问法律框架内进行管理。

### （一）展业主体监管

#### 1. 要求展业机构进行注册

当前各国的监管惯例，是将智能投顾业务划归到投资顾问业务体系下，对智能投顾展业机构（以下简称展业机构）按照注册制的方式进行监管。

美国在《投资顾问法》第 203 条中明确，“非依本条注册，任何投资顾问，以投资顾问身份开展业务时，……，均为非法。”。因此，SEC 在关于智能投顾的报告中明确，在通常情况下<sup>17</sup>，注册投资顾问机构是开展智能投顾业务的主体<sup>18</sup>；欧盟也将智能投顾划归为投资顾问业务，受到 MiFID 的规制



<sup>19</sup>，MiFID 第 5 条要求，投资顾问开展业务须“事先获得核准”<sup>20</sup>；德国、澳大利亚以及我国香港地区的金融监管部门，也在对智能投顾业务的监管方面采取了类似的做法。

另外，加拿大在沿用注册制的同时，还要求展业机构对原有注册信息进行变更，并对其商业计划及活动有关信息、问卷设计、投资者分类、组合模型以及业务开展细节等情况向监管机构进行说明<sup>21</sup>。

## 2.对从业人员的资质要求

智能投顾，因其具有自动化、几乎没有人工介入等特点，在对从业人员的资质要求方面，与传统的投顾业务有所不同。

目前，人机混合投顾模式，即智能投顾工具与人工服务相结合的方式在国外更为常见，投资者在获得智能投顾服务的同时，也可以选择寻求人工介入提供一定帮助，包括专业的投资顾问人员及不提供投资建议的辅助工作人员。对于前者，各国仍沿用传统规则，要求其具备投顾人员从业资格；对于后者，英国等部分国家则不作投顾人员资格要求。此外，无论人员在业务中的角色定位如何，各国均规定人员资质的取得，须以机构注册并取得相关资质为先决条件<sup>22</sup>。

考虑到智能投顾业务的特殊性，部分国家对从业人员制定了较为具体的规则，如澳大利亚证券和投资委员会(ASIC)规定<sup>23</sup>，展业机构应具备指定一名具有充分专业能力的从业人员，该人员能够充分理解投顾工具的算法理论、风险和规则；还应至少配备一名从业人员，能够有效地复核算法所生成的投资建议；另外，满足前述两类要求的员工是否为同一人，ASIC 则不做要求。

### 3.对外包服务机构的要求

外包服务机构可为展业机构提供相应的技术支持，包括但不限于提供 IT 系统、人员培训、金融产品研发、呼叫中心运营、合规审查及单位定价等一系列服务。目前，各国对该类主体的监管要求较少，但有些监管机构，如 ESAs 和 ASIC 等，已经注意到由于外包权责划分不清晰，可能给展业机构、外包服务机构和投资者带来合规和诉讼等方面的风险。

其中，ASIC 提出，获得金融服务牌照的机构在将智能投顾业务外包时，应具备利用有效方法审慎选择合格外包服务机构的能力，并且能够满足对外包服务进行持续监督的要求<sup>24</sup>。外包机构只有在获得持牌机构的授权，或者本身就是持牌机构的情况下，才能直接为投资者提供投顾服务<sup>25</sup>，且需要履行相应的投顾义务。ASIC 还明确，即使将业务外包，展业机构也始终对其提供的投顾服务承担责任<sup>26</sup>。

#### （二）业务合规监管

目前，各国对智能投顾监管方面的公开探讨并不多见，2017 年 SEC 发布一份针对智能投顾业务的指引<sup>27</sup>，鉴于智能投顾依托算法程序、人工介入较少等特点，SEC 对展业机构在信义义务的履行方面，应着重注意的合规工作提出了具体要求，主要包括以下三个方面：

##### 1.做好信息披露工作

根据信义义务，投资顾问应向投资者进行全面且公平的实质性信披，还要履行合理的注意义务，以避免误导投资者。信息的提供必须是详实且符合投资者具体情况的，便于投资者准确理解智能投顾的业务模式及可能存在的利益冲突。

智能投顾业务具有人工介入较少的特点，投资者更加倚重对信息的解读来做出投资决策，因此信息披露的全面程度和准确性尤为重要，此外，信息披露的语言应当简明、可读，便于理解。具体而言，SEC 要求展业机构在进行信息披露时明确如下内容：

### （1）披露智能投顾业务的商业模式

展业机构需要向投资者披露智能投顾业务特点及相关风险，以帮助其了解智能投顾业务的运作模式。

应披露的主要信息包括：采用算法管理账户；算法的主要功能、假设条件、局限性及风险；算法可能发生调整的情况；第三方机构的参与情况；投资者所要支付的费用及其它投资成本；智能投顾业务的人工介入程度；智能投顾工具的运作原理，包括如何根据投资者信息生成投资建议等；投资者更新个人资料的方式及频率等。

### （2）披露所提供投顾服务的范围

展业机构需向投资者明确披露智能投顾所提供服务的范围，并履行合理的注意义务，以避免投资者产生重大误解。

### （3）采取有效的信息披露方式

由于缺少人工介入，展业机构应审慎评估其信披方式的有效性，确保能够切实引起投资者的注意。

基本要求包括：通过重点强调的方式披露所有重要信息；保证投资者在投资决策前知晓全部重要信息；披露信息的方式和格式能够被移动互联网平台广泛兼容。

## **2.投顾建议须符合适当性要求**

根据信义义务，展业机构应基于客户最佳利益要求，为

其提供适当的投资建议，即投顾建议必须满足适当性要求，与投资者的资产情况和投资目标等个人情况相匹配。值得注意的是，IOSCO 报告显示，多数监管机构均对一般信息、一般性建议和个人建议之间的差别进行了澄清，以便判断何种情形下应触发展业机构的适当性义务<sup>28</sup>。

### （1）增强调查问卷收集客户信息的全面性

SEC 要求，展业机构设计调查问卷时，需充分考虑所收集投资者信息的全面性，以确保其生成的投顾建议符合投资者实际情况。主要包括以下要求：调查问卷信息类型覆盖全面，能够满足适当性要求，为投资者提供符合其自身情况的、持续性的投资建议；问卷涉及问题清晰明确、没有歧义，并提供相应的解释说明；对投资者前后矛盾的信息，制定解决机制，如提示投资者重新填写相应选项，或对相互矛盾的内容进行标记以便后续核查跟进。

### （2）以客户为导向的投资策略变更

基于适当性及客户最佳利益的要求，SEC 要求展业机构在投顾工具中设置解释模块或人工投顾介入功能，以解答投资策略及背后逻辑，确保投资者对投资策略有根本性的了解，并明确问卷信息在修改后将对投资策略产生何种影响。

## 3.制定有效的合规机制

SEC 要求，展业机构须制定（书面方式）并执行合规机制，每年对该机制的内容与程序进行审核，以确保能够有效预防、发现和纠正智能投顾业务中的违规情况，此外，应委任合规官对上述合规机制的总体情况负责。

合规机制的具体内容，应根据智能投顾业务的模式特点

有针对性地制定，一般包括以下内容：算法的完善、测试和回测，以及算法实际表现的回顾；确保问卷信息能够满足适当性要求，提供与投资者财务状况、投资目标等相匹配的投资建议；披露可能对投资组合产生重大影响的算法变更；可以对第三方机构进行有效的监督；可以有效防止、发现及应对互联网攻击；保证互联网技术手段的有效性；保护投资者账户安全和重要系统安全等。

## **一、我国智能投顾发展情况与监管借鉴**

### **（一）国内智能投顾业务发展现状**

#### **1.法律法规框架**

按照国际通行做法，智能投顾作为投资顾问的一种业务模式，应当遵循投资顾问相关的法律法规要求。

从我国实际情况来看，目前《基金法》及相关法规和自律规则中，仅明确了证券期货经营机构、私募证券投资基金以及基金销售机构等市场主体，可以向投资者提供投资建议等增值服务，但缺乏专门的行政法规或规范性文件，对投资顾问及智能投顾业务进行细化规范。

#### **2.展业主体类型**

我国当前参与智能投顾业务的主体类型丰富，主要有基金管理人、基金销售机构和互联网平台公司等三类展业机构。

一般来说，基金管理人主要开展账户定制、智能定投和智能组合等业务，代表机构有嘉实基金、广发基金、华安基金和天弘基金；基金销售机构除开展的业务，除前述三类外，还有约定调仓频率等模式的交易业务，代表机构有招商银行、天天基金、盈米财富、蚂蚁聚宝、北京蛋卷基金销售有限公

司、北京肯瑞特基金销售有限公司、上海众禄基金销售有限公司和钱景基金销售有限公司；互联网平台公司则主要与基金管理人和销售机构合作开展智能组合业务，代表平台有阿牛定投、蓝海智投和投米 RA。

### **3.业务发展特点**

总体来说，我国智能投顾业务缺乏统一的监管规范，各类展业机构业务经验参差不齐，投资者接受程度相对不高，目前并无实质性行业标杆式的机构或产品出现。

一是业务规范不明晰。因缺乏统一界定等规范，行业内出现了“挂羊头卖狗肉”的现象，将单纯的产品销售，包装为智能投顾业务对外宣传营销，造成行业发展乱象；另外，部分展业机构开展业务的过程中，其 KYC（了解客户）等流程过于简单，未能较好地执行投资者适当性及相关规定。

二是底层资产配置复杂。美国市场智能投顾主要以 ETF 等被动产品为主要配置品种，组合标的简单且易于理解，而我国的智能投顾市场，在业务发展初期就呈现出了复杂的投资品类配置，部分机构的组合甚至包含 P2P 等非标准化资产，加大了客户的选择难度及投资损失风险。

三是投资者接受程度不高。相较海外成熟市场，我国投资者更偏向于自行做出投资决策，长久以来，投资顾问的角色并没有真正树立起来。同样的，在智能投顾服务的接受程度上，短期内也可能不达预期。

#### **（二）互联网平台相关风险**

目前，国内市场有众多互联网平台开展或参与智能投顾业务，但其中较多机构在运营规范、资质水平和风险控制等

方面均存在一定问题，可能导致风险事件的发生。

### **1.业务宣传与运营规范不足**

宣传方面，互联网平台无需向地方证监局进行宣传推介资料备案，个别平台在宣传材料的整合或提炼等修改过程中，可能出现主观或客观的夸大宣传或不当宣传等行为。

运营方面，部分“伪基金智能投顾”平台，在智能投顾业务旗号下，募集客户资金进行直接投资，甚至违规开展资产错配、期限错配、承诺收益的资金池业务；或者，并非基于客户信息匹配投资建议，而是盲目进行高风险投资，如配置P2P等非标资产，意图追求高收益以博取眼球、赢取客户。

### **2.职责承担与业务资质问题**

基金销售前端面对客户的机构，必须履行KYC、适当性管理、反洗钱等一系列法定职责。目前，涉及互联网平台销售时，上述职责往往无法由互联网平台承担，此外，部分互联网平台的业务资格、人员资质及业务水平等难以达到要求。

### **3.技术与内控方面的潜在风险**

互联网平台展业核心是技术与系统，部分平台可能无法满足基金每日海量数据的对接需求，或是缺乏对于前端突发情况的应急处理机制，存在潜在的技术风险。另外，互联网平台掌握大量的客户个人数据，包括身份证号、银行卡号、资产情况等隐私信息，若未建立完善的内控机制，则很可能导致客户信息暴露甚至滥用。

## **（三）国际监管经验借鉴**

当前，投顾业务应用人工智能尚处浅层阶段，投资建议虽为工具自动生成，但仍需要依靠人工预先设定程序，更深

层次的应用，如使机器或程序具备人类思考能力等，仍处于实验阶段。因此，当今主要国家监管机构的一般做法，是针对投顾业务出台专门性的行政法规，并根据对智能投顾等创新活动的评估，适时制定相应的监管指引，从而在有效规范投顾业务的同时，为智能投顾业务的监管提供依据。

参考国际经验，结合国内基金行业现阶段的特点，下文对于我国智能投顾业务的监管和规范，提出如下建议：

### **1.强化功能监管，制定统一法规**

2017年第五次全国金融工作会议指出，应加强金融功能监管，弥补监管真空，避免重复和交叉监管，减少监管套利机会。现阶段，国内智能投顾业务展业主体多元，除银行、券商和保险公司等传统机构外，亦有第三方销售机构、互联网平台公司及金融信息提供商等新兴机构。若根据主体类型对智能投顾业务区别监管，可能导致不同机构的业务所处监管环境有实质性差异，从而出现灰色地带乃至监管套利。

建议借鉴国际通行做法，从功能角度制定投资顾问业务相关的行政法规，并将智能投顾业务纳入该监管框架，同时，授权行业协会进行备案与自律管理，主要从以下几方面进行规范：一是明确业务定义与范围，如投资咨询、委托买卖及资产管理等；二是规范主体资质及准入条件，如机构类型、资本金、业务系统、人员配置及技术准备等；三是统一制定应遵守的合规要求，如信息披露、适当性、内控体系及备案流程等；此外，还应规定禁止行为及罚则等。

### **2.明确业务界定，规范牌照发放**

#### **(1) 业务界定**



为避免业务概念及监管原则混淆，在对智能投顾业务进行界定时，建议基于投资顾问业务定义，另考虑以下因素：明确智能投顾属于投资建议服务而非销售服务；规定开展智能投顾所涉及各类业务及相应资质；规范智能投顾业务的人工介入程度，以防过度人为参与使其失去智能化本质，亦需控制全自动化服务的潜在技术风险等。

## （2）牌照发放

在主体监管方面，国际监管惯例是将智能投顾纳入原投顾监管框架而适用注册制，如 SEC 明确规定，美国的智能投顾展业机构，通常应为已经注册的投资顾问机构，否则即为违法；部分国家，如澳大利亚、英国及新加坡等，在注册制的基础上推出了“监管沙盒测试”措施，允许尚未获得牌照的金融科技公司在规定期限及可控环境下，对智能投顾服务进行真实或虚拟的测试。

借鉴上述经验，建议监管部门明确展业机构应具备的业务牌照，及相应的审核标准与流程等具体要求，禁止非持牌机构开展与智能投顾业务相关的任何活动，同时，制定对违法违规机构及人员的罚则与执行机构。另外，为鼓励智能投顾业务发展并确保风险可控，建议先期开展业务试点，允许部分具备资质和能力的机构先试先行，打造行业标杆。

## 3.高度重视对算法的监管

建议要求展业机构在申请业务牌照时，向监管机构汇报算法相关的重要信息，论述该算法应用的合理性和可行性，并提供系统测试文件及风险应对机制等报告；运行过程中，应定期或不定期地对算法的有效性进行回顾与检测，并及时

向监管部门备案；审慎评估智能投顾的同质化可能导致的风险，并制定相应的处理措施，防范市场极端情况下可能发生的系统性风险。此外，监管部门可效仿英国设立监管科技公司，辅助展业机构降低运营成本，同时为监管提供信息技术方面的支持。

#### **4.落实信息披露及适当性义务**

建议明确展业机构在开展业务过程中应遵守信义义务，并重点关注其中的信息披露和投资者适当性义务。

##### **(1) 信息披露**

明确展业机构应向投资者进行信息披露，主要包括：智能投顾运作原理、所采取算法的假设与适用条件、智能投顾的历史表现、该业务相关的潜在风险和利益冲突等所有重要信息。此外，还应对信息披露的时点和呈现方式进行规范，并对虚假宣传、夸大宣传及保证收益等违规行为制定罚则。

##### **(2) 投资者适当性**

确保展业机构遵守《证券期货投资者适当性管理办法》及《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》中对投资者适当性管理的要求，切实履行其在KYC、投资者风险承受能力、基金产品或服务的风险等级、风险匹配、禁止推介行为等方面的适当性义务。智能投顾业务运行逻辑复杂，为保障投资者权益，业务推广初期需控制业务受众，有效设置合格投资者的准入标准；在业务运行过程中，建议限定投资组合标的选择范围，防止相关机构引导投资者购买非标资产或其他高风险产品。

#### **5.健全归责与保障机制**

规定展业机构建立健全归责和损失保障机制。包括如下内容：规范宣传途径和标准电子文件格式条款；明确服务环节各主体的权利义务和归责原则，规定信息披露等强制性义务，落实举证责任的分配，清晰划分人工介入的相关责任；明确风险事件发生后，与投资者和第三方相关的纠纷解决机制和风险保障制度；要求机构设立风险准备金等。

【本文由中国证券投资基金业协会理财部杨哲、李楠，上海证券有限责任公司谢忆撰写】

---

报：证监会会领导

抄：证监会各部门，各派出机构，各会管单位，各会员单位

分：协会领导，理事、监事，各专业委员会委员，各部门。

---

共印 8 份

---

1见 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey, IOSCO, 2015。

2除机器人投顾这种通俗叫法以外，IOSCO 将其称为“自动化投顾工具 (Automated Advice Tools)”，美国证监会称之为“自动化投资顾问 (Automated Investment Advisers)”，欧盟则称之为“自动化金融投顾工具 (Automated Financial Advice Tools)”。

3“智能”一词带有“理解、学习、辨别”的含义，英文对应“Intelligence”，例如：人工智能的对应英文为“Artificial Intelligence”，简称为“AI”。相比而言，“Automated”侧重于“复杂的机械化、自动化”之意。两者在使用上存在区别。

<sup>4</sup>根据各监管机构报告，智能投顾工具涉及到不同程度的人工参与：不存在人工介入的服务模式为纯在线智能投顾服务，在澳大利亚和英国，此类服务模式通常提供范围有限的建议；存在人工介入的服务模式为混合投顾服务模式，包括技术支持、在线提供投资建议等，在加拿大此类模式使监管机构作出审批和后续指导时所做决定的结果，韩国为监管要求推动的结果，而在印度尼西亚，是由于企业商业决策而推动。

5见国际证监会组织， Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>.

6见美国证监会，Investor Bulletin: Robo-Advisers, [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_robo-advisers.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_robo-advisers.html);

<sup>7</sup>见 Joint Committee Discussion Paper: on automation in financial advice, <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1299866/JC+2015+080+Discussion+Paper+o>

---

n+automation+in+financial+advice.pdf.

<sup>8</sup>见美国证监会 Guidance Update, Robo-Adviser, <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>.

<sup>9</sup> MiFID 对投资顾问有明确的定义, 在新生效的 MiFID II 中, 该定义没有变化;

<sup>10</sup>对于美国法律中“投资顾问”的定义, 笔者最先参考了《1940 年投资顾问法》中译本翻译。但其翻译冗长, 语句繁杂且语义略有瑕疵, 不易理解。例如: “person” 一词, 是一个法律主体概念, 在该法定义下既包括“自然人”, 又包括“公司 (company)”。而又“company” 一词, 在该法定义下, 不单指一般意义上的“公司”, 还包含“合伙企业”在内的其它组织形式。在脱离该法上下文的情况下, 简单将“person” 译为“人”, 不利于对其概念进行透彻理解, 从而丧失了研究之本意, 因此, 我们认为将其译为“个人或者机构”, 则更为合适。综上, 在借鉴 SEC, 维基百科, INVESTOPEDIA 等释义的情况下, 我们对其定义进行了整理、归纳, 以求更贴合原意。

<sup>11</sup>见《欧盟金融工具市场指令》第 4 条第 (4) 款;《欧盟金融工具市场指令 (中英文对照本)》, 中国证券监督管理委员会组织编译, 法律出版社, p35。

<sup>12</sup>见欧盟金融工具市场执行指令第 52 条,《欧盟金融工具市场指令 (中英文对照本)》, 中国证券监督管理委员会编译, 法律出版社, p265。

<sup>13</sup>见 Robo-advisor, WIKIPEDIA, <https://en.wikipedia.org/wiki/Robo-advisor>.

<sup>14</sup>见 Robo-advisor, WIKIPEDIA, <https://en.wikipedia.org/wiki/Robo-advisor>.

<sup>15</sup> SEC Commissioner Kara M. Stein, Surfing the Wave: Technology, Innovation, and Competition—Remarks at Harvard Law School’s Fidelity Guest Lecture Series, Nov. 9, 2015,

<https://www.sec.gov/news/speech/surfing-wave-technology-innovation-and-competition-remarks-harvard-law-schools-fidelity>.

<sup>16</sup>技术中立原则: 指法律应当对交易使用的技术手段一视同仁, 不应把对某一特定技术的理解作为法律规定的基础, 而歧视其他形式的技术, 即不能要求或采用某种特定的技术, 亦不能阻碍未来技术的发展。

<sup>17</sup>这里的通常情况, 是指《投资顾问法》203 条 (b) 款以及 203A 条规定之外的情况。

<sup>18</sup>见 ROBO-ADVISERS, IM Guidance Update, Division of Investment Management, US Securities and Exchange Commission, Feb. 2017.

<sup>19</sup>见 Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice, JOINT COMMITTEE OF THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, Dec 4. 2015.

<sup>20</sup>见《欧盟金融工具市场指令 II》第五条。

<sup>21</sup>见 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey, IOSCO, 2015.

<sup>22</sup>见 Financial Advice Market Review Baseline Report, FCA, 2017.

<sup>23</sup>见 Regulatory Guide 255 Providing digital financial product advice to retail clients, ASIC, 2016.

<sup>24</sup>见 RG255.68, Providing digital financial product advice to retail clients, Regulatory Guide 255, ASIC, 2016.

<sup>25</sup>见 RG104.32, Licensing: Meeting the general obligations, Regulatory Guide 104, ASIC, July. 2015.

<sup>26</sup>见 RG255.69, Providing digital financial product advice to retail clients, Regulatory Guide 255, ASIC, 2016.

<sup>27</sup>见 ROBO-ADVISERS, IM Guidance Update, Division of Investment Management, US Securities and Exchange Commission, Feb. 2017.

<sup>28</sup>见国际证监会组织, Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>.