

海内外机器人投顾监管研究

——主动量化投资专题研究之(三)

报告摘要:

● 美国机器人投顾受 SEC 监管，持投顾牌照可营资管业务

机器人投顾与传统投资顾问一样，受到美国《1940年投资顾问法》的约束，并接受 SEC 的监管。根据该法，仅通过网络开展业务的投资顾问公司，无论管理资产规模大小，都必须成为 SEC 的注册投资顾问。另一方面，美国的投资顾问监管牌照基本涵盖了整个市场的资产管理和理财服务，这一特征使得机器人投顾能够同时提供给用户投资顾问和资产管理两项服务，减少了获取不同牌照的麻烦。

● 现行法律有待完备，美国 SEC 发布联合提醒声明

由于机器人投顾的运作模式已经与 1940 年法律中对投资顾问的定义有很大差别，现行法律的监管还有待完备。2015 年 5 月 8 日，美国 SEC 和 FINRA 两个机构联合发布了一份关于包括机器人投顾在内的自动投资工具的提醒声明，提醒投资者在投资之前应当了解产品的相关条款、技术局限、关键假设、个人信息保密性等，并意识到投资工具可能由于存在潜在的局限而提供不适当的投资建议。

● 国内法规尚不完善，投顾与资管分开管理

我国的监管法律法规对投资顾问的监管界定与美国有较大差别。目前我国的投资顾问行业属于《证券法》证券投资咨询的概念，分为发布研究报告和投资顾问两种基本形式，受到《证券投资顾问业务暂行规定》、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》等法规的约束。另一方面，我国投资顾问与资产管理两项业务分开管理，适用不同的法律法规；对于资管行业采取分主体监管，容易出现定位不清、重复管理的问题。

● 国内监管趋向国外变动，利好机器人投顾行业发展

2015 年 3 月，证监会发布的征求意见函《账户管理业务规则（征求意见稿）》呈现出了投资顾问可涉足资产管理业务的趋势，两项业务不能同时开展的问题有望得到解决。在现有法律制度框架下，机器人投顾应是定位为具有证券投资顾问、资产管理资质的公司，向合格客户提供在线投资顾问服务、在线资产管理服务和信息技术服务的统称，而尚未正式实施的《账户管理业务规则》，实质上是融合了之前的投资顾问业务与资产管理业务，能够更加清晰明确地为机器人投顾进行法律定位，对机器人投顾行业的发展大有促进。

● 风险提示

本专题报告主要对海内外机器人投顾监管方面的研究,文中提到的产品不构成投资建议。

图 1 国内投顾、资管监管特点

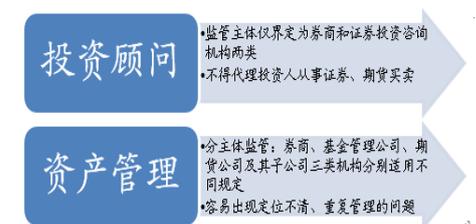


表 2 美国监管机构联合提醒声明内容

提醒要点	具体内容
理解产品条款	阅读产品相关披露资料等
产品的局限性	产品可能采用不正确假设
对信息的依赖	不正确的问答可导致错误
输出结果匹配	输出结果与实际需求不符
保密个人信息	留意个人信息的使用

分析师：史庆盛 S0260513070004



020-87577060



sqs@gf.com.cn

相关研究:

《机器人投顾：财富管理的新蓝海——主动量化投资专题研究之（一）》 2016-01-11

《全球机器人投顾产品研究——主动量化投资专题研究之（二）》 2016-01-31

联系人：陈原文 020-87576976

chenyuanwen@gf.com.cn

目录索引

前言	4
国外监管现状	4
机器人投顾受 SEC 监管，持投顾牌照可营资管业务	4
现行法律有待完备，SEC 发布联合提醒声明	5
国内监管现状	6
国内法规尚不完善，投顾与资管分开管理	6
国内监管趋向国外变动，利好机器人投顾行业发展	7

图表索引

图 1: 国内投顾、资管监管特点.....	7
表 1: 美国《1940 年投资顾问法》的监管要求.....	4
表 2: 美国监管机构发布联合提醒声明内容.....	5

前言

机器人投顾，又称智能投顾，是一种新兴的在线财富管理服务，它根据个人投资者提供的风险承受水平、收益目标以及风格偏好等要求，运用一系列智能算法及投资组合优化等理论模型，为用户提供最终的投资参考，并根据市场的动态对资产配置再平衡提供建议。广发金工曾在报告中详细介绍过机器人投顾及其产品功能和全球机器人投顾产品发展概况，具体报告可见《机器人投顾：财富管理的新蓝海——主动量化投资专题研究之（一）》、《全球机器人投顾产品研究——主动量化投资专题研究之（二）》。

目前，机器人投顾已经在海外市场风靡。但是，面对快速发展的机器人投顾市场，美国证监会发布了一份对投资者的联合提醒声明，使美国各界对机器人投顾的关注不仅仅是产品创新，也落到了监管层面上。放眼国内，目前国内市场上机器人投顾产品刚刚兴起，因此海外对机器人投顾的监管经验对国内机器人投顾监管方向和规则制定有着重要的借鉴意义；另一方面，对机器人投顾的监管要求也会对产品设计等方面产生影响，因此对产品监管的研究必不可少。

本专题报告继续此前专题的研究，对海内外机器人投顾市场监管现状进行介绍、比较和总结。

国外监管现状

机器人投顾受 SEC 监管，持投顾牌照可营资管业务

尽管机器人投顾与传统投资顾问在运作模式上有很大区别，但它的主要功能仍然是为用户提供投资建议。因此，机器人投顾与传统投资顾问一样，受到美国《1940年投资顾问法》（Investment Advisers Act of 1940）的约束，并接受SEC的监管。根据该法，仅通过网络开展业务的投资顾问公司，无论管理资产规模大小，都必须成为SEC的注册投资顾问（Register Investment Advisor）。比如美国的两大机器人投顾：Wealthfront和Betterment，它们都是在SEC下注册的投资顾问。

《1940年投资顾问法》对投资顾问提出了五方面的要求，包括：（1）对客户的诚信义务（Fiduciary Duties to Clients）；（2）重要的禁止行为和要求；（3）合同要求；（4）记录要求；（5）监管要求。机器人投顾同样也受到这些监管要求的约束。

表 1: 美国《1940年投资顾问法》的监管要求

监管要求	摘录要点
（1）对客户的诚信义务	规定了投资顾问的诚信义务要求，比如： 投资顾问应当避免和客户发生利益冲突，充分披露重要事实； 投资顾问应当仅向客户提供适当的投资建议； 投资顾问应当基于合理、独立的事实作出建议； 投资顾问如果直接为客户交易，应当以可接受的成本执行交易；等等

规定了投资顾问在客户交易、宣传推广等方面的要求和禁令，比如：

- | | |
|----------|---|
| (2) 重要要求 | 投资顾问应当向客户披露代理交易中可能的利益冲突；
禁止注册投资顾问使用包含对重大事项的不确定、或误导性陈述的宣传广告；
投资顾问应当采取措施确保客户资产的安全性；
投资顾问应当建立、维护和执行避免重要、非公开信息的误用的书面政策、程序；等等 |
| (3) 合同要求 | 规定了投资顾问与客户签订合同中的条款要求，比如：
投资顾问不得根据收益表现收费；
合同签署应当获得客户的同意；
投顾合同不得包含免除《1940年投资顾问法》规则的规定；
投资顾问不得以收费、惩罚等方式限制客户终止服务；等等 |
| (4) 记录要求 | 规定了投资顾问应当维护的重要记录 |
| (5) 监管要求 | 投资顾问应当接受 SEC 下设办公室等的检查 |

数据来源：STROOCK《Regulation of Investment Advisers by US SEC》、广发证券发展研究中心

另一方面，美国的投资顾问监管牌照基本涵盖了整个市场的资产管理和理财服务，这一特征使得机器人投顾能够同时提供给用户投资顾问和资产管理两项服务，减少了获取不同牌照的麻烦。在美国、英国等G7国家，获得金融顾问牌照的公司就可以开展包括投资顾问和资产管理服务。目前机器人投顾的典型代表公司，比如wealthfront、futureadvisor等都是具有金融顾问服务的注册公司。德银、嘉信理财、桥水基金等机构也提供机器人投顾服务，他们都是具有资产管理类资质的公司。按照美国《1940年投资顾问法》及相关规则，美国SEC将资产管理、证券投资建议、理财规划服务提供方均作为投资顾问进行监管，SEC下设立了对投资管理机构进行监管的投资管理部，负责颁发投资顾问资格，其范围涵盖了狭义的投资顾问和证券资产管理，即获得投资顾问资格的公司既可以为客户提供投资建议服务，也可以直接管理客户的资产，这点与我国存在显著区别。

现行法律有待完备，SEC 发布联合提醒声明

由于机器人投顾的运作模式已经与1940年法律中对投资顾问的定义有很大差别，现行法律的监管还有待完备。美国监管机构已经意识到了这点，2015年5月8日，美国SEC和FINRA两个机构联合发布了一份关于包括机器人投顾在内的自动投资工具的提醒声明，提醒投资者在投资之前应当了解产品的相关条款、技术局限、关键假设、个人信息保密性等，并意识到投资工具可能由于存在潜在的局限而提供不适当的投资建议。这不仅体现了美国监管当局在火爆的机器人投顾市场环境下对投资者教育不足的担忧，也对机器人投顾在产品的设计、用户服务、符合监管等方面提出了更高的要求。

表 2: 美国监管机构发布联合提醒声明内容

提醒要点	具体内容
理解产品条款	阅读产品的所有相关披露资料，理解产品的条款，包括收费、终止服务等，若有其他信息需求，应直接联系该公司；询问公司是否由于提供、推荐、销售特定服务或投资而获得利益。
产品的局限性	注意到产品可能采用了不正确或不适用的假设，或者提供了有限的投资选择（如仅投资于子公司的产品）。
产品对用户信	产品向用户作出的询问以及用户反馈给产品的信息直接影响了自动投资工具的输出结果，因此不明

信息的依赖	确、过于概述、有误导性的问题和不恰当的用户回答将导致错误的输出结果。
输出结果与用户需求的匹配	产品可能未考虑用户的年龄、财务状况、财富需求等个体情况，最终输出的结果与用户实际需求或目标不匹配。
保密个人信息	留意产品是否将用户个人信息用于其他目的；除了登录个人账户，不要提供银行及证券账户的账号密码等信息。

数据来源：US SEC 《Investor Alert: Automated Investment Tools》、广发证券发展研究中心

尽管美国市场对机器人投顾的监管仍有所不足，但是我国机器人投顾行业刚刚萌芽，这些海外监管的现状与不足为国内行业发展提供了重要的借鉴。下面的部分，我们将介绍我国的投资顾问法律监管体系，并与美国的情况进行比较、分析。

国内监管现状

国内法规尚不完善，投顾与资管分开管理

我国的监管法律法规对投资顾问的监管界定与美国有较大差别。目前我国的投资顾问行业属于《证券法》证券投资咨询的概念，分为发布研究报告和投资顾问两种基本形式，受到《证券投资顾问业务暂行规定》、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》等法规的约束。其中，《证券投资顾问业务暂行规定》定义“证券投资顾问业务”为：“证券公司、证券投资咨询机构接受客户委托，按照约定，向客户提供涉及证券及证券相关产品的投资建议服务，辅助客户作出投资决策，并直接或者间接获取经济利益的经营活动”。可见我国证监会法规监管下的“投资顾问”有以下几个特征：首先双方要有协议，投资者要授权，服务方要受委托；其次是服务行为仅限于提高投资建议和辅助决策，不包括接受全权委托管理；最后是该服务是有偿的，无论该服务是直接获得收益还是间接获得收益；提供服务的主体主要是证券公司和证券投资咨询公司，有些银行理财、独立财富公司等实际也在从事证券投资顾问业务，但未纳入证券监管。

我国的机器人投顾行业刚刚兴起，国内对机器人投顾尚没有明确的法律定位，但目前已出台的规定中已经包含了对“以软件工具、终端设备等为载体，向客户提供投资建议或者类似功能服务的”产品的监管要求，如《证券投资顾问业务暂行规定》第二十七条规定，“以软件工具、终端设备等为载体，向客户提供投资建议或者类似功能服务的，应当执行本规定，并符合下列要求：

- i. 客观说明软件工具、终端设备的功能，不得对其功能进行虚假、不实、误导性宣传；
- ii. 揭示软件工具、终端设备的固有缺陷和使用风险，不得隐瞒或者有重大遗漏；
- iii. 说明软件工具、终端设备所使用的的数据信息来源；
- iv. 表示软件工具、终端设备具有选择证券投资品种或者提示买卖时机功能的，应当说明其方法和局限。”

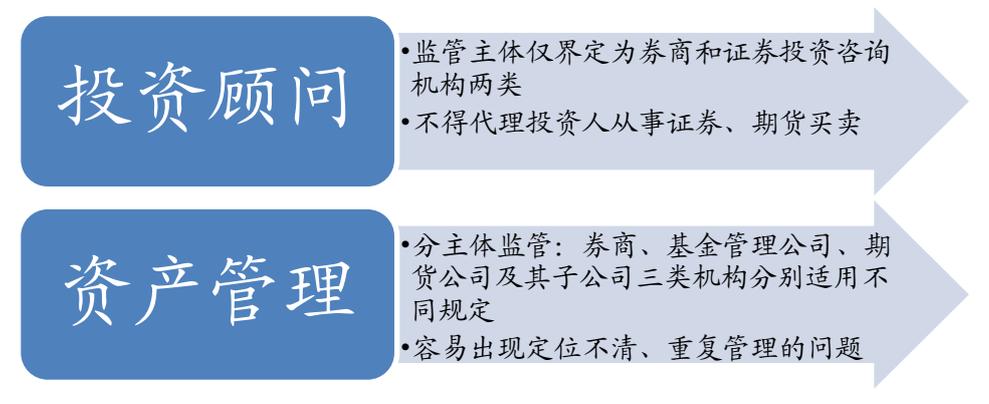
另外，2013年出台的《关于加强对利用“荐股软件”从事证券投资咨询业务监管的暂行规定》中也涉及到了对证券投资咨询机构利用“荐股软件”从事证券投资

咨询业务的规范，明确提出“向投资者销售或者提供“荐股软件”，并直接或者间接获取经济利益的，属于从事证券投资咨询业务，应当经中国证监会许可，取得证券投资咨询业务资格”。

另一方面，我国与美国监管制度不同的一点是：投资顾问与资产管理两项业务分开管理，适用不同的法律法规。我国《证券、期货投资咨询管理暂行办法》第二十四条提到“证券、期货投资咨询机构及其投资咨询人员，不得从事下列活动（一）代理投资人从事证券、期货买卖。”这意味着证券投资咨询机构只能向客户提供咨询意见，下单交易必须由客户亲自进行，而不能由投顾机构代为执行，即不能够开展资产管理业务。

除了将资产管理与投资顾问分开管理，我国对于资产管理业务的监管还采取分主体监管的方式。券商、基金管理公司、期货公司及其子公司三类机构在市场准入、投资范围、业务规范、监督管理等方面的要求存在较大差异，且普遍管制较多，不同程度上抑制了资管业务的创新发展，也不利于对三类机构实施统一的功能监管。目前，三类机构开展资管业务分别适用《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》、《期货公司资产管理业务试点办法》等规则，相比美国的投资顾问牌照涵盖了各类资产管理和理财服务形式，能够灵活管理各类投资顾问、资产管理公司，我国法律法规监管下容易出现定位不清、重复管理的问题。2014年，证监会发布《证券期货经营机构资产管理业务管理办法(征求意见稿)》，旨在各类证券期货经营机构开展资管业务均可适用统一的业务规则，而现行分散的相关业务规则可以同时废止，“资管大一统”可期。

图1: 国内投顾、资管监管特点



数据来源：广发证券发展研究中心

国内监管趋向国外变动，利好机器人投顾行业发展

2015年3月，证监会发布的征求意见函《账户管理业务规则（征求意见稿）》呈现出了投资顾问可涉足资产管理业务的趋势，两项业务不能同时开展的问题有望得到解决。该意见稿中提到的“账户管理业务”，是指“取得证券投资咨询业务资格并符合本规则条件的机构（以下简称持牌机构）接受客户委托，就证券、基金、期货及相关金融产品的投资或交易做出价值分析或投资判断，代理客户执行账户投资或交易管理”；同时，也对从事“账户管理业务”的机构提出了管理制度、业务隔离等多个方面的内控管理和业务规范。该征求意见稿提出了具体的业务规范，主

要要点如下:

- 客户适当性要求, 包括: 客户适当性管理的要求, 了解客户和风险评估, 风险适配;
- 制定投资策略: 投资顾问应当根据客户的投资目标和风险偏好以及风险承担能力, 制定相应的投资策略, 确定具体的投资方案, 包括投资范围、投资限制等, 在客户确认并同意后由持牌机构以适当形式存档;
- 业务推广: 禁止对服务能力和过往业绩进行虚假、不实、误导性的营销宣传; 向客户充分披露与客户权利和义务有关的信息, 不得欺诈客户;
- 签署法律协议, 包括: 《账户管理服务协议》和《风险揭示书》;
- 账户规范: 客户应指定独立的账户用于账户管理业务;
- 账户安全: 持牌机构及人员应当在签署服务协议时, 提示客户应当将交易密码与转账、取款密码分开设置和管理, 不得将转账、取款等可能产生财产转移的密码委托持牌机构或者投资顾问管理;
- 投资管理: 专业审慎、勤勉尽责、诚实信用的原则, 按照协议约定和投资策略进行投资管理;
- 岗位隔离: 将投资决策岗位与交易岗位隔离;
- 信息披露: 定期向客户发送账户信息, 包括配置状况、净值变动、交易记录等情况; 等等。

在现有法律制度框架下, 机器人投顾应是定位为具有证券投资顾问、资产管理资质的公司, 向合格客户提供在线投资顾问服务、在线资产管理服务和信息技术服务的统称, 而尚未正式实施的《账户管理业务规则》, 实质上是融合了之前的投资顾问业务与资产管理业务, 能够更加清晰明确地为机器人投顾进行法律定位, 对机器人投顾行业的发展大有促进。一方面, 国内的机器人投顾可以以“持牌机构”的身份同时开展投资顾问和代客买卖的业务, 丰富其功能; 另一方面, 在借鉴美国监管经验与不足的基础上, 我国对机器人投顾行业的监管规则可以更加顺利地建立起来, 规范整个行业, 有利于机器人投顾行业的迅速发展。

风险提示

本专题报告主要对海内外机器人投顾监管方面的研究, 文中提到的产品不构成投资建议。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。