

刊登於月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 47-61 頁。

智能投顧： 類型化及規制邏輯

吳 燁

西北工業大學法學系助理教授

摘要

科技金融成為全球金融發展的前沿課題，與此同時，智慧技術亦為投資顧問業務提供新路徑，使其偏離單純以「投資諮詢」為內容的傳統模式，轉而形成以「資產管理」為核心的新型複合業務。然而中國大陸卻尚未形成針對智慧投顧或投資顧問的高位階統一立法，僅依靠目前的資產管理法律規定難以形成對其的有效規制。故，有必要從智慧投顧的功能定位出發，將市場中資質不一、規模不等、業務不同的智慧投顧進行類型化分析，通過「諮詢型」智慧投顧、「資管型」智慧投顧，以及「諮詢+資管型」智慧投顧三大類型分別分析並提出具有針對性的規制方法，透過多層次的、寬嚴相濟的規制體系，以期有效治理目前「一放就亂、一管就死」的智慧投顧市場亂象。

關鍵詞：

智能投顧、資管新規、投資諮詢、資產管理、類型化

目次

壹、前言

貳、智能投顧在中國大陸的本土化困境

參、「資管新規」的局限性及智能投顧類型化

肆、「諮詢型」智能投顧及其規制邏輯

伍、「資管型」智能投顧及其規制邏輯

陸、「諮詢+資管型」智能投顧及其規制邏輯

柒、結語【月旦民商法雜誌第61期，2018年9月，第47頁】

壹、前言

人工智慧正在深刻影響投資顧問業務的發展，改變了投資顧問的營業方式，投資顧問立法必須及時回應人工智慧技術帶來的變化。在中國大陸，智慧投顧業務偏離以單純的「投資諮詢」為內容的投資顧問模式，轉而形成以「資產管理」為核心的新型複合業務。在立法和法律適用上，亟待形成適合新型模式的、具有針對性的多層次法律監管框架，以提升法律規制的有效性，減少市場欺詐等違法現象的發生，促進金融市場秩序的健康發展。本文擬從智慧投顧在中國大陸的本土化演變及功能異化入手，結合中國大陸的分業監管、分別立法之現實考量，分析既有法律規範的規制局限性，依據功能定位對智慧投顧進行類型化分析，以期將被玄化的智慧投顧回歸既有的法律框架中，建構一套多層次的、各有側重的智能投顧規制體系。

貳、智能投顧在中國大陸的本土化困境

隨著金融與科技的不斷深度融合，投資顧問業務呈現出由「投資諮詢」向「投資顧問」、由「人工投顧」向智慧投顧、由「附屬營業」向「獨立營業」的重大變革。在智慧時代下，隨著新科技的引入，金融機構為了追求自身利益最大化，不斷變革傳統的經紀業務，不斷弱化低附加值的投資諮詢業務，轉而從事高附加值的「大資管」業務。如此變革，不僅強化混業經營並加速金融業務融合，而且導致投資顧問的傳統功能發生重大變化，投資顧問已從單純的投資諮詢轉變為兼具資產管理與投資諮詢雙重屬性的新型金融業務。這種變革動搖傳統投資顧問的法理基礎，成為理論界、實務界和監管層關注的焦點問題。

國際證監會組織將智慧投顧（Robo-adviser）解釋為「根據現代證券投資組合理論向公眾投資者提供投資金融服務的平台」，其通常業務模式是透過搭建智慧演算法模型，為客戶提供持續管理和平衡投資組合的服務。¹然而在中國大陸，現行法律中，根據中國證監會《證券投資顧問業務暫行規定》，投資顧問仍然是「證券投資諮詢業務」的下位概念，而不包括資產管理業務。但從【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 48 頁】中國大陸的金融實踐來看，智能投顧最初是從英美等國引入中國大陸的，隨後才在中國大陸學術界展開討論，故，中國大陸智能投顧的實踐含義深受美國《1940 年投資顧問法》影響，即其並非大陸法律體系中所言的「投資顧問」，而是包含證券諮詢和資產管理在內的「廣義投資顧問」。然而中國大陸法律和理論界多忽視了這一法律概念的國別差異，將智慧投顧簡單視為「投資諮詢」的智慧化，未能顧及「廣義投資顧問」的現實存在，相關立法未能及時跟進，遂出現立法缺位元、規範無據和監管錯位等規制難點。²

1 See “OSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)”, 5, 25 (Feb. 2017) <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf> (last visited Sep. 22, 2017).

2 參見吳燁、葉林，「智慧投顧」的本質及規制路徑，法學雜誌，2018 年 5 期，19-20 頁。

實踐中的投資顧問多涉及資產管理業務，已突破法規中僅指「投資諮詢」之概念範疇，然而僅依據證監會的《證券投資顧問業務暫行規定》，難以從根本上解決其規制難題。無論資管業務，抑或投資諮詢業務，均在法律適用上呈現很多不確定性，《證券法》相關內容不夠充分，《證券投資基金法》又有削弱投資顧問價值之可能，而《信託法》卻又顯得欠缺針對性，缺乏高位階法律的統一規範。具體而言，目前中國大陸智慧投顧的本土化困境，主要圍繞以下三點：

一、在法律規制層面上，智慧投顧業務缺乏明確的立法指引

智慧投資顧問的規制難題看似源於新科技對傳統法律的挑戰，但本質在於立法與實踐之間的脫節，以及高位階投資顧問立法的缺失。主要體現為：（一）《證券法》規定的證券投資顧問係「證券投資諮詢業務」的一種基本形式，但智慧投資顧問業務已突破法規限定的「投資諮詢」，僅依據證監會《證券投資顧問業務暫行規定》，難以從根本上解決其規制難題；（二）中國大陸欠缺旨在規範智慧投資顧問的專門立法，《證券法》條款不夠完善，《證券投資基金法》有削弱投資顧問價值的可能，《信託法》難以直接適用於規範投資顧問業務，由此，包含資產管理和投資諮詢在內的智慧投資顧問業的發展，在法律適用上面臨諸多不確定性；（三）《證券法》規定的「證券」概念尚不明確，從而導致「證券投資諮詢」的涵義亦不明晰，加之投資顧問不僅局限於「證券投資顧問」，以監管證券為己任的證監會難以有效予以監管；（四）《證券法》、《證券期貨投資諮詢管理暫行辦法》、《期貨交易管理條例》、《證券【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 49 頁】投資基金法》等均分別涉及對資產管理業務的規管，但由於所適用的法律法規不同，性質相似的投資顧問業務卻要適用不同法律，從而偏離了「業務相似、監管相似」的功能監管理念。

二、在功能定位層面上，理論界未能顧及智慧投顧的功能變異

在投資顧問的功能上，理論界觀點存在差異，可分為「投資諮詢說」和「複合業務說」。前者係主流觀點，認為智慧投資顧問屬於證券投資諮詢業務，應當經證監會許可，取得證券投資諮詢業務資格；³但亦有學者持後者觀點，認為智慧投資顧問並非單純的諮詢業務，而是將諮詢、銷售等多種業務捆綁形成的「one-stop 投資理財業務」，⁴認為其是「涉及投資顧問、財務顧問和資產管理等」，⁵甚至認為「大陸現有的法律法規，已經無法對智慧投顧的本質進行準確定位」。⁶中國大陸理論界多忽視智慧時代投資顧問的功能異變，將其簡單視為「投資諮詢」的智慧化，忽視其「資產管理」的交易功能，遂出現立法缺位、規範無據和監管錯位等規定難點。

3 有關觀點可參見巴潔如，智慧投顧面料的法律合規問題及國際監管經驗，http://www.sohu.com/a/158381216_455313（最後瀏覽日：2017 年 12 月 1 日）；李文莉、楊玥捷，智能投顧的法律風險及監管建議，法學，2017 年 8 期。

4 參見姜海燕、吳長鳳，智慧投顧的發展現狀及監管建議，證券市場導報，2016 年 12 期，5-6 頁。

5 李晴，智慧投顧的風險分析及法律規制路徑，南方金融，2017 年 4 期，90 頁。

6 于文莉，我國智慧投顧的發展現狀及其法律監管，海南金融，2017 年 6 期，63 頁。

三、在外部監管層面上，單獨牌照管理面臨質疑

在投資顧問、智慧投顧應否單獨「持牌」以及持何種牌照的問題上，理論界存在較大爭議。2018年4月3日，中國大陸互聯網金融風險專項整治工作領導小組辦公室公布《關於加大通過互聯網開展資產管理業務整治力度及開展驗收工作的通知》（下稱「29號文」）。29號文明確規定互聯網平台如果要銷售「資產管理產品」，必須要有資管業務牌照，或資管產品代銷牌照。儘管如此，市場上依舊有大批的非持牌機構（例如科技公司等）透過各種方式變相經營智慧投顧業務。智慧投顧與傳統投資諮詢、資產管理之間存在重疊，應否在既有牌照管理規則以外另外設置單獨【月旦民商法雜誌第61期，2018年9月，第50頁】的投資顧問牌照，甚至設置智慧投顧牌照，抑或是設立集成牌照，還是單一牌照等市場准入問題已成為智慧投顧業務發展的困擾。

參、「資管新規」的局限性及智能投顧類型化

為規範金融機構資產管理業務，統一同類資產管理產品監管標準，有效防控金融風險，由中國人民銀行、中國銀行保險監督管理委員會、證監會以及國家外匯管理局於2018年4月27日聯合發布《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》，在中國大陸該文件亦被稱為「資管新規」。其中第23條是中國大陸首次針對智慧投顧作出的單獨規定，指出「運用人工智慧技術開展投資顧問業務應當取得投資顧問資質，非金融機構不得借助智慧投資顧問超範圍經營或者變相開展資產管理業務」，這對智慧投顧的未來市場發展具有重大影響。

一、「資管新規」第23條的局限性

僅依靠「資管新規」第23條規制整個智慧投顧市場有一定的局限性，主要體現在如下兩個問題：

（一）有關智慧投顧不當行為的責任主體及其法律責任承擔等問題尚不明晰

「資管新規」中所指的智慧投顧業務，係「金融機構運用人工智慧技術開展資產管理業務」，其主體被限定為「金融機構」，從事業務被局限為「資產管理」，只有符合了這兩個要件的智慧投顧，才受到「資管新規」中有關投資者適當性、投資範圍、資訊披露、風險隔離等一般性規定的調整。非持牌的非金融機構不得介入以資管業務為核心的智慧投顧中，如若嚴格執行新規規定，對於諸多的涉及資管業務的互聯網平台而言，將會被逐出智慧投顧市場，並且亦會波及到與金融機構有對接資管業務的互聯網平台，其理財嵌套、拆分等業務的合法性仍舊有待商榷。⁷另外，「資管新規」第23條中指出：「不得借助人工智慧業務誇大宣傳資產管理產品或者誤導投資者。」但是對於違反該條的違法行為後果卻並未明確，只有簡單地規定「禁止欺詐或者誤導投資者購買與其風險承擔能

7 參見李虹含、廉婧，資管新規與金融科技對資管業務的影響，金融博覽，2018年2期，16-17頁。

力不匹配的資產管理產品」，而對欺詐及誤導的概念界【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 51 頁】定、責任承擔等問題，均尚無明確規定。如若尋找其他的法律適用依據時，亦面臨無法可依之尷尬局面。中國大陸《信託法》側重於規範受託人的行為規範，而較輕視對欺詐行為人的責任認定，只有依據《信託法》第 11 條第 1 項中「信託目的違反法律、行政法規或者損害社會公共利益」，或第 5 條關於「違反和違背公共利益」的相關條款要求受託人承擔法律責任。《證券法》第 79 條可以成為規制金融欺詐的重要依據，但該條所列責任主體僅限於「證券公司及其從業人員」，未將其他主體或者仲介機構及其工作人員納入其中，該局限性極有可能限制該條款的立法初衷、適用範疇及規制效力，甚至有悖於功能主義監管理念。

（二）關於智慧投顧中的演算法能否規制、如何規制以及誰來規制等問題尚無定論

「資管新規」中涉及演算法規制的有關內容，主要集中在演算法備案和演算法合理性這兩方面。首先，智慧投顧的演算法備案規定具體指：「金融機構應當向金融監督管理部門報備人工智慧模型的主要參數以及資產配置的主要邏輯，為投資者單獨設立智慧管理帳戶，充分提示人工智慧演算法的固有缺陷和使用風險，明晰交易流程，強化留痕管理，嚴格監控智慧管理帳戶的交易頭寸、風險限額、交易種類、價格許可權等。」但是落實該規定會面臨諸多實踐障礙：智慧投顧可能設計多個演算法的混合，應當備案某一演算法、抑或全部演算法；演算法備案到哪种程度，是否會侵犯企業的商業秘密；演算法備案是否具有實際意義，監管者是否可以完全理解演算法邏輯；有關該演算法的智慧財產權應當如何保護等一系列的法律問題都懸而未決。另外，「資管新規」還規定演算法必須具有合理性，「因演算法同質化、程式設計錯誤、對資料利用深度不夠等人工智慧演算法模型缺陷或者系統異常，導致羊群效應、影響金融市場穩定運行的，金融機構應當及時採取人工干預措施，強制調整或者終止人工智慧業務。」就此而言，「資管新規」只是發揮指引方向的作用，但如何具體落實還亟待後續的立法予以進一步完善。

二、智能投顧的類型化

智慧投顧代表資訊技術、大資料及新一代程式演算法（包括自然語言處理、爬蟲技術、雲端計算和深度學習能力）等前沿技術在金融服務領域的應用。智慧投顧，由於「投顧」一詞包含投資顧問的語意，在人工智慧背景下具【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 52 頁】有一定的主體意識色彩，容易使人誤認為智慧投顧係投顧行為主體，然而智慧投顧並非獨立參與市場的主體，而是一種數位化工具，對智慧投顧的規制關鍵是智慧投顧經營者行為規範。⁸就此而言，在中國大陸目前的分業監管、分別立法下，對智慧投顧的規制思路，不可能僅依靠「資管新規」第 23 條予以規範，而需基於智慧投顧的不同功能定位予以類型化分析。

8 參見陳煜、任敏，關於智慧投顧法律規範框架的基本分析，清華金融評論，2018 年 2 期，91 頁。

依據功能主義定位法，可將目前中國大陸智慧投顧劃分為「諮詢型」智能投顧、「資管型」智慧投顧，以及「諮詢+資管」型智慧投顧三大類型。其中，以證券諮詢業務為主的「諮詢型」智慧投顧，多以薦股軟體等形式存在；資管型智慧投顧則是以資產管理業務為核心，最大程度彰顯智慧演算法在降低投顧成本、全權帳戶委託業務等方面的優勢；而「諮詢+資管」型智慧投顧，可謂是中國大陸牌照管理制度下的特殊產物，業務結構是投顧平台與金融機構合作，「借用」金融機構的合法牌照開展有關金融業務。這三種類型之下，分別具有不同的功能定位，相應地，對其的監管側重點亦有所不同。

肆、「諮詢型」智能投顧及其規制邏輯

「諮詢型」智慧投顧，主要為股票推薦、個股趨勢分析、投資策略服務等諮詢業務，利用智慧型機器人進行智慧薦股，一般不支持實際操盤。關於「諮詢型」智慧投顧，在中國大陸法規中出現的類似詞彙是「薦股軟體」，並且大多提供的是免費服務，此類智慧投顧中大多係非持牌機構，不具備相應的投顧牌照。⁹

一、「諮詢型」智慧投顧的功能定位及法律問題

證監會在《關於加強對利用「薦股軟體」從事證券投資諮詢業務監管的暫行規定》（下稱「投資諮詢暫行規定」）中，將「薦股軟體」界定為具備證券投資諮詢服務功能的軟體產品、軟體工具或終端設備，證券投資諮詢服務功能包括提供涉及具體證券投資品種的投資分析意見，或者預測具體證券投資品種的價格走勢、提供具體證券投資品種選擇建議、提供具體證券投資品種的買賣時機建議、提供其他證券投資分【月旦民商法雜誌第61期，2018年9月，第53頁】析、預測或者建議。¹⁰其第2條還規定，向投資者銷售或者提供「薦股軟體」，並直接或者間接獲取經濟利益的，屬於從事證券投資諮詢業務，應當經證監會許可，取得證券投資諮詢業務資格。

「諮詢型」智慧投顧的法律問題主要為「黑嘴」頻發，其假借智慧投顧之名，實則是證券資訊操縱，多表現為「先建倉、再薦股、後賣出」，利用所謂的智慧投顧等薦股軟體，以操縱市場從中謀取個人利益，以「搶帽子」等交易方式操縱股票價格，非法從事證券投資諮詢活動、編造傳播虛假資訊等股市「黑嘴」，以及仲介機構喪失執業操守的行為，違反《證券法》第條的有關規定。此類散布不實資訊、擾亂市場秩序是焦點問題，著名股市行情分析軟體「同花順」涉嫌傳播誤導性資訊案中，2017年7月5日同花順網站使用網路爬蟲軟體，抓取有關復星集團董事長郭廣昌失聯的陳舊資訊，並將其作為即時新聞發布，使得相關股價大跌，對相關板塊指數造成明顯影響，多支跟蹤指數ETF

9 參見李瑩，智慧投顧的制度建設，中國金融，2017年16期，60頁。

10 參見巴潔如，智慧投顧面臨的法律合規問題及國際監管經驗，http://www.sohu.com/a/158381216_455313（最後瀏覽日：2018年2月1日）。

基金回撤明顯，嚴重擾亂證券市場秩序。¹¹

二、「諮詢型」智慧投顧中「黑嘴」的規制思路

針對中國大陸「諮詢型」智慧投顧中「黑嘴」問題頻發，可以借鑑 2018 年 1 月 3 日公布生效的《歐盟金融工具市場法規 II》（Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II）中研究報告和經紀業務之分離制度。MiFID II 的一項重要目標是加強投資者保護，為此 MiFID II 力圖要求金融機構採取多種措施，為客戶謀求最佳利益。其中，該法規中引起業界轟動的核心內容之一是「研究報告和經紀業務的分離」，MiFID II 強制投資銀行就研究和經紀服務分別收費，以避免投資者利益衝突。¹²

歐盟要求銀行或券商的交易佣金與投資研究服務費用分開，賣方機構必須單獨為研究服務制定收費標準，禁止免費向客戶提供研究報告。MiFID II 中對從事投資建議服務的機構強調履行充【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 54 頁】足的資訊告知義務，避免利益衝突。MiFID II 中涉及的研究報告相關規定，對規範中國大陸「諮詢型」投資顧問業務的投資者保護規則十分具有參考價值，主要集中在：（一）研究報告單獨收費，交易佣金與投資研究服務費用分開；（二）賣方機構必須單獨為研究服務制定收費標準，禁止免費向客戶提供研究報告；（三）從事投資建議服務的機構強調履行充足的資訊告知義務，避免利益衝突。

伍、「資管型」智能投顧及其規制邏輯

「資管型」智能投顧，指的是合法持牌機構利用智慧投顧開展的資產管理業務。以資產管理為核心業務的智慧投顧中，投資者是委託人，智能投顧經營者是受託人，其根據委託人之委託，代其管理資產並進行投資組合，交易風險則由委託人自擔。根據「資管新規」，資產管理業務是指「銀行、信託、證券、基金、期貨、保險資產管理機構等金融機構接受投資者委託，對受託的投資者財產進行投資和管理的金融服務」，金融機構為委託人提供投資和管理的金融服務並收取費用，委託人自擔風險；資產管理業務是金融機構表外業務，金融機構不得承諾保本保收益。那麼資產管理業務必須由持相應金融牌照的金融機構開展，相應地，「資管型」智慧投顧必須是從屬於信用度較高、規模較大、持相關業務牌照的金融機構。

一、「資管型」智慧投顧的功能定位及法律問題

在中國大陸，根據智慧投顧經營者的類型不同，目前「資管型」智慧投顧可以分為銀行系、券商系、基金系和電商系四大類型。其交易結構可歸納為「智慧選股十跟單調倉」之模式。首先，「智慧選股」是第一階段，與「諮詢型」智慧投顧十分類似，根據投

11 參見徐昭，同花順網路涉嫌傳播誤導性資訊被證監會立案調查，中國證券報，2017 年 7 月 22 日，A02 版。

12 參見陳晗等，MiFID II：一場歐盟版的監管風暴，上海證券報，2018 年 1 月 31 日，8 版。

資者的風險偏好、投資金額、預期報酬、投資期限等要素，智慧投顧透過智慧演算法，向投資者提供個性化投資策略；其次，「跟單調倉」是第二階段，亦被稱為「一鍵跟單」或「一鍵調倉」，即根據第一階提供的投資組合策略，投資者進一步決定是否投資之判斷，如若願意買入該投資組合，則選擇「跟單調倉」，但是目前全權帳戶委託業務尚不普及，大多還是固定樣態的投資組合，並非海外智慧投顧的動態被動式投資模式。

中國大陸智慧投顧尚處於初級階段，智慧化程度不高，仍有明顯的「人【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 55 頁】工投顧」之痕跡。諸多智慧投顧所扮演的角色，與海外智慧投顧十分不同，主要體現在兩方面：一是中國大陸投顧組合產品是「靜態」的，不像海外智慧投顧是根據智慧演算法的動態投資組合，隨著市場行情、投資者偏好等因素智慧連動。而中國大陸智慧投顧的「智慧」僅體現在第一階段——「智慧選股」，而後續的第二階段——「跟單調倉」，則基本毫無「智慧」可言。¹³二是中國大陸智慧投顧的投資方式是「主動投資」(active investment)，即由投資者主動管理其帳戶，而海外智慧投顧係「被動投資」(passive investment)，智能投顧會介入投資者帳戶，開展全權帳戶委託業務。¹⁴而智慧投顧在海外市場的蓬勃發展，源於其基於智慧演算法的被動投資方式，可以有效克服投資者的「追漲殺跌」等非理性心理。但是，雖然「資管型」智能投顧的經營者係合法持牌機構，但依舊普遍存在誤導投資者的欺詐行為，甚至於有些平台背離投資顧問業務本質，假借智慧投顧之名「掛羊頭賣狗肉」，透過簡單的產品嵌套之後，將智慧投顧平台搖身一變，例如某 P2P 平台將「智慧投顧」變為變相銷售母公司的 P2P 產品的「銷售通道」，對諸如此類的智慧投顧不當行為應當是規制重點所在。¹⁵

二、「資管型」智慧投顧的規制思路

對於「資管型」智慧投顧，應當秉持「以『資管新規』為特別規定、以《信託法》等為一般規定」之理念，形成統一、完善的法律規範體系。29 號文指出透過互聯網開展資產管理業務的本【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 56 頁】質是資產管理業務，而資產管理業務作為金融業務屬於特許經營業務，須納入金融監管；未經許可，不得依託互聯網公開發行、銷售資產管理產品。¹⁶智慧投顧經營者是否擁有相關金融牌照，將決定其可否在法律監管框架內開展業務。基於中國大陸目前的資管牌照制度，有必要

13 「跟單調倉」或「一鍵跟單」的意思是，投資者如若選擇該業務時，便直接透過智慧投顧平台買入向其推介的智慧投資組合產品。通常而言，第一階段「智慧選股」等產品推介或金融諮詢都是免費的，只有當投資者選擇了「跟單調倉」業務，其才會真正開始付服務費。故此種情形之下，「智慧選股」可被視為金融推介行為。

14 在中國大陸，無論理論界，抑或實務界，普遍存在一個認知誤區，將被動投資與指數型基金等同對待，兩者之間雖有一定的聯繫，卻是完全不同的兩個概念。被動投資，指的是投資者完全不進行市場分析，只均勻地進行投資，其中主要的方法包括選股全面化與時機均勻化，而選股全面化的典型是指數型投資，其所投資的標的是指數型基金。由此可見，被動投資指的是被動的投資方式，而指數型基金係被動投資方式可以選擇的一種投資標的而已，而智慧投顧的被動投資，不一定僅投資指數基金，而指的是更加廣泛地被動式的投資方式。

15 參見劉琪，P2P「嫁接」智慧投顧開花易結果難，產品合規性及其代銷資質是發展瓶頸，證券日報，2017 年 1 月 21 日，B002 版。

16 參見張末冬，從事互聯網資管業務被要求持牌，金融時報，2018 年 4 月 4 日，003 版。

根據是否持牌來對智慧投顧分兩類開展監管：第一類是智慧投顧經營者係擁有資管金融牌照的金融機構；第二類則是無牌智慧投顧經營者無牌經營。

在第一類情形下，原本係居間人角色的金融仲介機構，卻變成「王婆賣瓜，自賣自誇」的自我行銷手段。混業經營的不斷深化，眾多金融機構朝著多元化業務型態發展，但這不意味著金融機構可以打著「投資顧問」的幌子，在實質上搭建自我交易的「通道」，此種行為與投資者之間存在極大利益衝突。尤其是此類智慧投顧在提供投顧服務中，不明示其所謂的「投顧組合」的多產品僅為母公司自營金融產品這一事實，未盡其充分告知義務，涉嫌嚴重誤導投資者。中國大陸《廣告法》、《不正當競爭法》均明確禁止具有誤導性的商業宣傳行為。¹⁷根據《證券投資基金法》第 78 條和第 138 條的規定，在金融推介中，不得損害投資人的合法權益，不得有虛假陳述或欺騙性宣傳，不得誤導投資人買賣基金。對投資人進行有關基金投資風險和投資收益的宣傳必須符合基金的實際情況；若基金銷售機構未向投資人充分揭示投資風險並誤導其購買與其風險承擔能力不相當的基金產品的，需承當相應的法律責任。在這種情形下，投資者有權要求智慧投顧經營者承擔相應的違約責任，賠償給投資者造成的損失。

在第二類情形下，無牌智慧投顧經營者開展有關業務的，其不能也不應涉足帳戶全權委託業務，自然也不應從事包含資產管理在內的智慧投顧業務。一些智慧投顧經營者係科技公司，其不僅未持有投資諮詢、資產管理或者智慧投顧的牌照，也缺少從事投資諮詢、資產管理或智慧投顧的人員和資質。就此而言，經營者未持有資管牌照的，若其【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 57 頁】從事資產管理智慧投顧的，其投資勸誘等行為都應認定為不法經營。¹⁸

陸、「諮詢+資管型」智能投顧及其規制邏輯

智慧投顧經營者係不擁有資管牌照的非金融機構，其透過「借牌」形式開展業務，此類交易結構複雜卻最為常見。在市場中，有些智慧投顧經營者不具有資管牌照，而是透過與擁有相關資質的金融機構合作，採取「借牌」方式開展有關業務。「借牌」經營的智慧投顧，其交易可分為兩個階段：第一階段是投資諮詢業務，即客戶透過填寫平台的風險測評問卷，智慧投顧經營者根據其風險承受程度、預期收益期待等因素，向客戶提供與其相符的個性化產品組合配置方案，客戶亦可以選擇虛擬操盤服務；第二階段是，如若客戶同意，其可以選擇「一鍵跟單」或「一鍵調倉」服務，這樣客戶平台帳戶與平台合作之金融機構的資管帳戶相互綁定，從而可以從事具體投資。

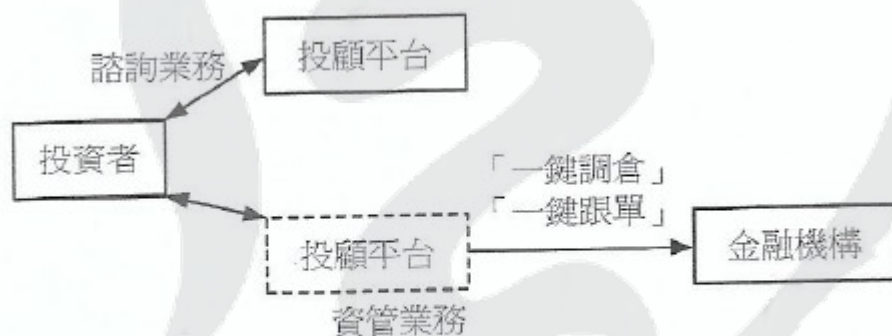
17 中國大陸《不正當競爭法》第 8 條第 1 款規定：「經營者不得對其商品的性能、功能、品質、銷售狀況、用戶評價、曾獲榮譽等作虛假或者引人誤解的商業宣傳，欺騙、誤導消費者。」中國大陸《廣告法》第 4 條規定：「廣告不得含有虛假或者引人誤解的內容，不得欺騙、誤導消費者」，「廣告主應當對廣告內容的真實性負責。」

18 參見吳煒、葉林，同註 2，27 頁。

一、「諮詢+資管型」智慧投顧的功能定位及法律問題

「諮詢+資管型」智慧投顧交易結構可分為兩部分：第一是投資諮詢業務，客戶透過填寫平台的風險測評問卷之後，根據其風險承受程度、預期收益期待等因素，向客戶提供與其相符的個性化產品組合配置方案，客戶亦可以選擇虛擬操盤服務；第二是如若客戶同意，其可以選擇「一鍵跟單」或「一鍵調倉」服務，這樣客戶的平台帳戶會與平台合作金融機構的資管帳戶綁定，從而進行進一步的投資。

從交易結構而言，「資管型」智慧投顧與「諮詢+資管型」智慧投顧兩者基本雷同，但是從金融商品提供者來看，兩者具有本質的差異。「資管型」智慧投顧中，金融商品推介者與投資組合產品提供者相一致，但在「諮詢+資管型」智慧投顧中，則主體複雜許多，金融商品推介者並非產品提供者，產品提供者是協力廠商金融機構。如此之下，一旦出現損害投資者權益之情形時，會出現責任承擔不明之問題，甚至是智慧投顧故意減輕自身本應承擔的責任，如某平台在其格式條款中明確表示：「提供的智慧投資組合僅是投資組合服務建議，理財產品的提供方係其合作的金融機構」，「平台並非產品的提供方，也並非產品協定的締約方，不對【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 58 頁】



「諮詢+資管型」智慧投顧交易結構

合作的金融機構及協力廠商承擔任何連帶責任」。

二、「諮詢+資管型」智能投顧中的法律責任承擔

智慧投顧作為一種專業化的投資工具，能較好地規避風險和利益衝突，並引導客戶進行理性科學的資產配置，有助於中國大陸資本市場的成熟，但是其仍處於發展初期，仍面臨著諸多挑戰。¹⁹從投資者保護的角度而言，無論金融商品推介者與產品提供者是否相同，智慧投顧經營者均不能因為其並非產品提供者，所以否認其應當承擔的法律責任。更何況，「諮詢+資管型」智慧投顧模式，係中國大陸金融牌照管制之下的特殊衍生產品，智慧投顧經營者雖不是產品提供者，但卻根據投資者偏好，主動地設計與提供投資組合方式，與其合作的金融機構所扮演的角色，與其說是「產品提供者」，不如說是「牌

19 參見周正，境內外智慧投顧業務模式對比，銀行家，2017 年 12 期，90 頁。

照提供者」，而智慧投顧設計出的「諮詢+資管」交易模式之目的，更多地是為「借牌」而已。智慧時代下投資顧問與投資諮詢、資產管理等存在諸多重疊與矛盾，應否在既有的牌照管理規則之外另外設置單獨的投資顧問牌照，甚至設置智慧投顧牌照，目前中國大陸相關立法與市場實踐間的矛盾、缺乏高位階投資顧問法律所致，已經成為投資顧問業乃至金融業發展的困擾。

在「借牌」情形下，智慧投顧的交易模式看似與第一種情況相同，但在金融推介階段上卻存有諸多微妙差異，而這種差異恰恰造成規制智慧投顧的盲區。由於智慧投顧經營者往往沒有基金代銷牌照，並需要與相關持牌機構合作，在此種情形下，投顧經營者通常宣稱其僅提供「投資組合服務建議」，並強調投顧平台「並非產品的提供方，也【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 59 頁】並非產品協定的締約方，不對合作的金融機構及協力廠商承擔任何連帶責任」。借牌經營的智慧投顧模式，係中國大陸金融牌照管制下的特殊衍生產品，智慧投顧經營者雖不是產品提供者，卻根據投資者偏好，主動設計、提供投資組合，而與之合作的金融機構所扮演的角色，因此它與其說是「產品提供者」，不如說是「牌照提供者」。無論金融商品推介者與產品提供者是否相同，智慧投顧經營者均不能因其並非產品提供者而否認其應當承擔的法律責任，甚至於其應當承擔與金融產品提供者的連帶責任。

柒、結語

智慧技術令投資顧問突破了傳統「一對一」而轉變為「一對多」模式，極易滋生廣範圍的欺詐、操縱等違法行為，危及金融市場的秩序。在中國大陸目前的分業監管模式之下，難免存在監管套利行為；以資管業務為核心的智慧投顧模式下，難免出現投資顧問背信的問題，如何規制市場套利以及背信行為，是規制智慧投顧的重點所在。在貫徹功能監管理念時，既要秉持保護投資者和客戶利益的立場，又要受制於分業監管的現實，因此如何增強法律和監管的透明度，如何協調行政干預的及時性和謙抑性，如何平衡行政監管與自律監管的關係，既是重點，亦為難點。筆者認為，應當建構一套內部風控與外部監管、事前行為規範與事後結果規制之雙重體系。內部關係層面，投顧經營者應當建立內部利益衝突防範機制，解決投資者與投顧經營者、其他關聯方之間的直接、間接利益衝突，尤針對智慧技術的特殊性，導入外部人工介入方法，防止技術突發風險。外部監管層面，注重行政干預的及時性和謙抑性相濟之原則。尤其是考慮到以資產管業務為主的智慧投顧具有極強的投資信託屬性，應當引入信託法作為其實定法解釋工具，強化投顧經營者的誠信義務，以夯實對其有效規制的法理基礎，並最終構建一套完善、統一的事前准入規則、事中行為規範及事後責任追究之規制框架。【月旦民商法雜誌第 61 期，2018 年 9 月，第 60 頁】

Robo-Advisor: Categorization and Regulatory Logic

Ye Wu

Assistant Professor, School of Law, Northwestern Polytechnical University

Abstract

Financial technology has become the frontier topic of global financial development. In the meantime, smart technology, by providing a new approach to the investment consulting business, enables the business to change from the traditional “investment consulting” model into the new integrated model that focuses on “asset management”. However, China has not formed a unified superior legislation for the Robo-Advisor or investment consulting, and the sole reliance of the current asset management regulations may not constitute effective supervision. Therefore, it is necessary to start from the function of Robo-Advisor and conduct a classification analysis on the various Robo-Advisor businesses in the market. The current market chaos of “let up and it’s chaos, but crack down and it’s stagnation” may be effectively managed by means of separately analyzing the “consulting type”, “asset management type” and “mixed type of consulting and asset management” of Robo-Advisors, targeted supervision, as well as a multi-layered regulatory system with a combination of punishment with leniency.

Keywords:

Robo-Advisor, New Regulation on Asset Management, Investment Advice, Asset Management, Categorization 【月旦民商法雜誌第61期，2018年9月，第61頁】