

# 智能投顾信息披露法律制度的构建

邢会强 银丹妮

**摘要:** 智能投顾需要进行相应的信息披露。智能投顾是从传统投资顾问发展而来的,其信息披露制度的构建一方面应符合证券投资顾问行业的一般要求,另一方面也应符合智能投顾具有的新特征。智能投顾的信息披露包括算法说明的披露、利益冲突的披露、资产和费用的披露、收集和使用信息的披露、服务内容的披露、重大变化的披露、合规审查的披露等。

**关键词:** 人工智能; 智能投顾; 信息披露; 算法规制

中图分类号: F275, D922.23 文献标识码: A 文章编号: 1009-2447(2019)01-0082-08

相较于传统投资顾问,人工智能投资顾问(以下简称智能投顾)是以算法为基础、通过机器学习来实现投资顾问服务。根据机器学习结果的不同运用,智能投顾可以分为两个阶段,一是将机器学习结果作为投资依据的阶段,简称智能投顾1.0阶段;二是机器学习后直接进行投资和账户管理的阶段,简称智能投顾2.0阶段。不同阶段的投资顾问服务具有不同的模式,所借助的工具也有所不同。

关于智能投顾的性质,主要有欧美等国的“投资顾问说”和日韩等国的“资产管理说”。各国立法之所以在规制“智能投顾”时采用不同路径,源于其在“智能投顾”上的不同立法思路。欧美投资顾问包含了资产管理,从事财富管理和资产管理的证券公司及共同基金和对冲基金管理人等均注册为投资顾问,可以从事智能投顾业务。亚洲诸国采用狭义上的投资顾问,凡是符合一般经营者标准的机构,均可以提供投资建议服务;但只有符合较高标准并拥有资产管理牌照的经营者,才可以从事客户账户的全权委托业务。这也就是说,所谓的“投资顾问说”实质上包含了资产管理。<sup>[1]</sup>本文对“投资顾问行业”也做广义理解,因为从事客户账户的全权委托业务是智能投顾的必然要求,也是智能投顾的优势所在。

智能投顾需要进行相应的信息披露。由于智能

投顾是从传统投资顾问发展而来的,因此,其信息披露制度的构建一方面应符合证券投资顾问行业的一般要求,另一方面也应符合智能投顾具有的新特征。

## 一、智能投顾信息披露制度的必要性

(一) 智能投顾信息披露制度是市场公开原则的内在要求

在证券法的“三公”原则中,公开是首要的核心原则,是证券法律制度的精髓所在。信息披露制度是公开原则的规则化体现,监管者能够通过信息披露机制来更好实现对投资者合法权益的保护,树立并维护公众对证券市场的信心。<sup>[2]</sup>信息披露制度是保证证券市场健康、有序发展的基础制度。<sup>[3]</sup>信息公开原则是各国证券立法的核心原则,是保护投资者利益的基本途径,是实现证券市场效率的基本条件。一部证券法的发展史,就是信息披露制度的发展史,是信息披露不断扩张的历史。<sup>[4]</sup>表现之一是信息披露的义务主体的扩张。最初的信息披露义务主体是上市公司,后来又扩展到大股东、实际控制人,如今又扩张到了金融机构。投资顾问机构是金融机构的种类之一,也需要向其客户披露有关信

**作者简介:** 邢会强,男,河南漯河人,中央财经大学法学院教授,博士生导师,研究方向为经济法、金融法和财税法;银丹妮,女,四川理县人,中央财经大学法学院法学硕士研究生,研究方向为金融法。

息。智能投顾是升级版的投资顾问活动,也需要遵循投资顾问行业的一般规定,通过信息披露向投资者说明投资相关的基本信息,使处于信息劣势方的投资者能够根据必要信息的披露做出最终的投资决定。

(二) 智能投顾信息披露制度有利于提高市场效率

信息与价值的关系是现代金融领域内核心问题之一,信息论奠基人沙农(Shannon)将信息定义为“用来消除随机不确定性的东西”;信息通过影响市场中投资者的决策行为,进而决定了价格的变动、收益率的差异化以及市场整体的波动情况。<sup>[5]</sup>市场经济活动以市场信息交流为前提条件,市场信息是市场参与者决策的主要依据,其显示、传递的程度、方式和范围直接影响着市场机制的作用。因此,适当的信息披露能够保障交易成功率的上升,促使接受服务方在足够理性的情况下做出投资决定,能够提高市场效率并有利于维护市场秩序的稳定。这在投资顾问业务领域也是适用的。投资者作为智能投顾的客户,需要在知情的基础上进行委托,将其资金交由智能投顾打理。

(三) 智能投顾信息披露制度是减少信用风险的重要途径

传统的证券投资顾问业务是证券公司、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。<sup>[6]</sup>在传统的投资顾问业务活动中,涉及三方主体,即客户、证券投资顾问(自然人)以及证券公司/证券投资咨询机构(法人)。开展一项投资顾问业务,应由证券公司/证券投资咨询机构与客户签订证券投资顾问服务协议;证券投资顾问应当具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券投资顾问,且只能以公司名义、公司账户向客户收取证券投资顾问服务费用。在这个关系当中,客户与证券投资顾问是直接接触关系,证券公司/证券投资咨询机构向客户提供服务是通过证券投资顾问来实现的。证券投资顾问必须遵守相关义务,如不得代客户作出投资决策,遵守诚实信用原则,勤勉、审慎地为客户提供证券投资顾问服务。通常来说,证券投资顾问与客户会进行直接

的、面对面的沟通交流,有特定的服务场所,向客户提供包括口头的和书面的信息介绍。

但在智能投顾业务模式下,不再需要自然人的证券投资顾问,提供证券投资顾问服务的也不仅限于证券公司、证券投资咨询机构。<sup>①</sup>用户只需要填写相关问卷,机器人顾问便能够根据客户需求和掌握的数据用算法分析出适合投资者的投资理财组合,通常不需要特定场所,不需要人工证券投资顾问的参与。在这种没有直接人工交流的情况下,一般客户很难对机器产生信任。而智能投顾面对的又是更广泛的中低净值人群,服务对象范围更大,要实现个体化的服务体验难度很大,将会是一个长期的过程。因此,如何构建客户与机器人顾问之间的信任关系,是维护智能投顾稳定运行的重要基础。而信息披露则能成为客户了解投顾机器的最直接途径,因此智能投顾的信息披露是使得客户信任投顾机器的重要链条。

(四) 智能投顾信息披露制度是保护投资者合法权益的重要措施

随着人工智能热潮的掀起,金融理财领域众多机构也纷纷涉足智能投顾,传统金融机构、IT公司、创业公司以及各互金平台都想赶上这一趟“快车”。从正面效益而言,这可以促进行业的快速发展,实现强劲的市场竞争,但与此同时,也容易导致鱼龙混杂、良莠不齐的混乱局面。由于道德风险和逆向选择的存在,倘若没有强制性的信息披露要求,则平台很容易利用智能投顾的特殊性来隐藏其背后真实业务模式,或者为了追求自身利益最大化而通过算法设置牺牲客户利益的智能投顾建议。

信义义务对传统证券投资顾问的规制主要就是对“人性之恶”的规制,而机器比人更加“忠诚”,所以现阶段而言(不考虑机器深度学习可能带来的负面影响),智能投顾会出现问题更多是因为其背后的“人”出了问题,主要会存在这样一些操作:(1)利益勾结。为了节约技术成本,智能投顾平台可能会与科技类公司达成合作,由精通算法架构的公司为智能投顾平台公司提供智能投顾的核心算法,那么负责提供算法的公司和可能受其他第三方或智能投顾平台公司的利益蛊惑,专门设计使某只股票、某个金融产品被优先推荐的算法。

(2)自我交易。在智能投顾进入高级阶段时,则

会开展全权委托业务交易，此时智能投顾公司很容易进行自我交易，即将自家产品优先推荐给客户。

(3) 滥用用户信息。智能投顾提供服务的前提是了解客户，因此智能投顾平台能够收集到客户大量个人信息。在大数据时代，信息的价值非常高，很难排除智能投顾平台不会利用客户信息去谋取非正当利益。(4) 挪用用户资金。在全权委托模式的智能投顾服务中，客户的账户交由智能委托管理，投资的资金是处于一个流动变化的状态（尤其是短期投资），中间可能出现投资空档期，在复杂的技术黑箱里，客户很难明确了解自己的资金究竟处于何种状态，智能投顾平台很可能利用这种优势而挪用客户资金。

要防止智能投顾平台利用投顾机器为自己谋取不正当利益，一个非常重要且有效的方法就是通过信息披露使智能投顾平台置于监管者和投资者的监督之下，以促使智能投顾平台规范化运作，减少平台利用信息优势方地位做出违法违规行为。

## 二、目前我国智能投顾信息披露制度的不足

迈向2.0时代的智能投顾市场亟需信息披露制度的支持。就当前我国市场上的智能投顾APP来看<sup>②</sup>，在其整个业务模式中，人工参与度较高，仍处于初级发展的阶段。人工参与的主要方面包括：(1) 金融工程人员和研究人员联合开发完成带有倾向性的资产配置体系，这一过程是有业务的倾向。

(2) 资产配置模型（尤其是在中国市场上的资产配置模型）必然会涉及到对各类资产的趋势判断的问题，这其中大部分工作是由系统完成，但是最后会有人工审核。(3) 在购买完成后仍然有专属的投资顾问，为客户解决投资问题，帮助账户管理，普及智能组合知识。

在智能投顾发展的初级阶段模式下，智能投顾平台更多是被作为一种辅助建议性的投资工具，从法律地位来说其属于法律客体。其交易步骤主要分三步：第一步，通过填写调查问卷的方式对投资者进行风险测试<sup>③</sup>。第二步，即在做完风险测试后，可直接进入产品购买界面，智能投顾平台便会根据客户的风险等级向客户推荐投资组合。第三步，客

户确认并购买投资组合。因而可见，智能投顾平台主要是依赖于客户的风险等级而做出的投资建议，这种建议并非是根据客户个性化的信息、特别的需求或相关反馈而做出的。这种模式实质上仍未脱离“同质化”推荐的做法。在此模式下，用户对智能投顾信息披露的要求确实偏低，一是客户所提供的个人信息不多，对应的个性化算法较为缺乏；二是智能投顾平台所给出的仅为投资建议，而非全权委托业务模式，最终的投资决定仍需要客户重新考虑；三是人工投资顾问与客户直接沟通较多，客户对于书面规范化的信息披露关注度不高。然而，当智能投顾发展进入2.0时代时，人工参与度将非常有限甚至近乎没有，此际构建客户与智能投顾的直接信任关系必将成为智能投顾顺利发展的关键因素，而信息披露制度能够起到至关重要的作用。

我国既有智能投顾信息披露规则缺乏可操作性。2018年4月27日，中国人民银行等部门联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）（简称“资管新规”）第二十三条针对智能投顾做出了专门规范：“金融机构运用人工智能技术开展资产管理业务应当严格遵守本意见有关投资者适当性、投资范围、信息披露、风险隔离等一般性规定，不得借助人工智能业务夸大宣传资产管理产品或者误导投资者”，以及“充分提示智能投顾算法的固有缺陷和使用风险”，这是智能投顾首次出现在监管文件中。但是对于应该披露什么、如何披露没有细致规范，因此在实践中缺乏披露的参照规则和强制性要求，使得智能投顾平台“难”披露，监管者“难”监管，投资者“难”监督。

## 三、构建我国智能投顾信息披露制度的对策建议

智能投顾是从传统投资顾问发展而来的，其信息披露制度的构建一方面应符合证券投资顾问行业的一般要求，另一方面也应符合智能投顾具有的新的特征。

### （一）智能投顾信息披露应遵循的基本原则

#### 1. 真实性、客观性及完整性原则

智能投顾信息披露制度应当遵循真实性、客观

性及完整性的原则。信息披露是为了更好地实现智能投顾市场的发展,提高监管效率,维护投资者的合法权益。首先,智能投顾的信息披露应当是真实的,以构建起客户与智能投顾之间真实有效沟通;其次,智能投顾的信息披露必须是客观的,不能以智能投顾方的主观利益作为出发点做信息披露,应当从客观出发,准确披露投资者或监管者需要知晓的信息;最后,智能投顾的信息披露还应当是尽可能完整的,不能刻意回避某些对于智能投顾方可能带来不利的信息,需严格按照监管要求进行信息披露。

## 2.上位法一般性规范与特殊规范相结合

美国是智能投顾的起源地,其智能投顾行业的发展和监管走在世界前列。美国对于传统投资顾问行业的监管主要有两部一般性的法律,一是《1940年美国投资顾问法》(the Investment Advisers Act of 1940),二是《1940年美国投资公司法》(the Investment Company Act of 1940)。前者主要是规范注册投资顾问(自然人)的行为,也就是投资顾问在为客户提供顾问服务活动中所应当遵循的行为规范。后者主要是规范投顾公司(法人)的组织结构、内部操作或具体投资行为。针对智能投顾,美国证券交易委员会(SEC)在2017年2月发布了专门性的指导意见,称为《智能投顾升级指导意见》(Investment Management's Guidance Updates),要求智能投顾在履行《1940年美国投资顾问法》(the Investment Company Act of 1940)规定的法律义务时,应牢记某些独特的考虑。这就要求智能投顾既要遵循投资顾问一般性的法律规范,受到《1940年美国投资顾问法》的实质和法定业务的约束,也需要遵循根据智能投顾特点所制定的某些更为特殊的规范。<sup>[7]</sup>

我国智能投顾信息披露也需要遵循《证券投资顾问业务暂行规定》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等法律法规中关于证券投资顾问服务信息披露的一般性要求。例如,《证券投资顾问业务暂行规定》第十二条规定的证券公司、证券投资咨询机构向客户提供证券投资顾问服务应当告知客户的基本信息;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向客户说明软件工具、终端设备的

功能,揭示软件工具、终端设备的固有缺陷和使用风险,说明软件工具、终端设备所使用的数据信息来源,方法和局限等内容。在此基础上,针对智能投顾特点对其信息披露规则进行细致化的设计。

## (二)智能投顾信息披露的特殊性内容

### 1.算法说明的披露

智能投顾是AI时代在金融领域改革创新的一种重要产物,其能够实现优质投资顾问服务之核心在于算法。具体而言,智能投顾服务是通过算法在数据库大量噪音信息中快速且准确找到与客户基本信息相匹配的部分,利用机器学习、自然语言处理和知识图谱等技术进行信息处理,然后基于各种内嵌的金融模型和相关假设予以分析,预测出符合用户预期的最优投资结果。<sup>[8]</sup>算法的运作方式需要有很大的透明度,才能评估算法的政治、绩效、公平性和治理关系。<sup>[9]</sup>在智能投顾中对算法的有效监管能够保障该行业的积极发展,但由于算法专业性很强,并涉及商业秘密等问题,对算法的披露争议较大。

美国《智能投顾升级指导意见》(Investment Management's Guidance Updates)规定的与算法相关的披露内容包括:管理客户账户所使用的算法的说明;算法功能的介绍(如通过算法能对客户个人账户进行投资和重新调整);算法的假设和限制(如该算法是基于现代投资组合理论,说明背后的假设和该理论的局限性);对使用算法管理客户账户所固有的特定风险的描述(例如该算法可能不考虑市场条件而重新调整客户账户,或者进行比客户预期更频繁的调整以及算法可能无应对市场条件的长期变化);任何可能导致用于管理客户账户的智能投顾算法重写的状况描述(如智能投顾可能在紧张的市场状况下停止交易或采取其他临时性防御措施);关于第三方参与管理客户账户的算法的开发、管理或所有权的说明,包括对这种安排可能产生的任何冲突利益的解释(例如,如果第三方以打折的方式向智能投顾方提供算法,那么此算法同样可能会将客户引导到一种能使第三方获利的产品上)。总之,该指导意见要求披露的是对算法的说明而不是算法本身。

总体而言,披露算法说明的目的是使监管者能

够发现其中的问题，投资者明白可能会造成的投资损失。但是由于算法是智能投顾的核心，如果过多披露则会引发商业秘密泄露等问题。另外，由于专业性较强普通投资者很难读懂，因此算法披露必须考虑成本问题。据此建议以不同对象为划分标准，将算法的披露分为两份，一份“深度披露”以机密形式送交监管机构，另一份“浅显披露”通过公共途径向投资者公布，以自然语言或结构化流程图这样通俗易懂的形式向投资者呈现。

## 2. 利益冲突的披露

在智能投顾产业中，存在着与传统投顾业务有所不同的利益冲突，其所提供的服务背后可能涉及多方主体。正因如此，应当让投资者了解到提供智能投顾服务背后的主体有哪些，并由自己选择是否接受这样的服务。首先，存在第三方利益介入的情况须明确披露。由于智能投顾需要专业技术支撑，为了节省成本提高效率，许多智能投顾平台可能都会选择将技术研发、算法设计外包给科技公司，因此应当披露第三方参与管理客户账户的算法的开发、管理或所有权的说明，包括对这种安排可能产生的任何冲突利益的解释（例如科技公司可能与第三方存在利益勾结）以及为避免这种冲突采取了什么样的隔离措施。例如，美国马塞诸塞州出台《智能投顾外包服务商监管政策声明》，要求智能投顾平台必须使客户了解到提供的投资咨询服务可以从外包的算法服务商来获得，必须披露外包的算法服务商的背景信息，必须详细披露每个算法服务商提供的服务的内容以及不能提供给客户的服务，必须向客户提示外包算法服务商可能限制客户可用的投资产品等。<sup>[10]</sup>

此外，许多投入智能投顾的公司本身属于金融行业（传统金融行业、互联网金融行业等），有自己的金融产品，例如招商摩羯智投、浦发财智机器人等资金池中有招商基金、浦发银行的理财产品，平安智能投顾资金池中有非标准化P2P产品，而平安集团旗下拥有互联网金融平台陆金所。<sup>[11]</sup>在这种利益关联中，投资者无法知晓智能投顾在进行智能推荐时，是否存在主观性设置，将自家产品优先推荐给客户。为了发挥智能投顾“自动化”客观推荐投资组合的本质特性，有必要向投资者说明智能投顾平台的实际控制人、关联公司以及可能存在的风

险，涉及到关联产品时应详细说明推荐理由，并以显著的方式提示投资者注意。

## 3. 资产和费用的披露

客户投资的目的是为了实资产的增值，资金去向是客户重点关注的问题，智能投顾可以直接帮助客户打理投资资产，但是也需要向客户披露其资金的去向。在非全权委托模式下，应向客户披露其资金的具体投资分布，并由客户做出最终是否投资的决定。在全权委托模式下，投资空档期资金如何保管、是否使用应向客户明确说明。应当按照《证券公司客户资产管理业务管理办法》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的规定，根据智能投顾合同约定的方式、条件、要求及限制，对客户资产进行经营操作，将客户资产与公司资产分账分类管理，实行资产隔离。

在提供智能投顾服务前，还应当事先向投资者明确披露是否收取管理费、服务费等费用，如果收取必须明确费用比率和扣缴日期和办法。国外的智能投顾服务一般都会收取管理费，必须在其网站或应用程序上明确披露收费标准和费用明细。我国的智能投顾大多数没有明确管理费、服务费，但实质上多是通过基金组合销售的方式来推荐投资理财组合，而这其中会涉及基金销售费用，但平台很少会向投资者清晰呈现或明确提示这样的收费事项，有必要在费用披露中进行说明。再者，智能投顾是在线化的投资顾问服务，通常会与投资者的银行卡、移动支付工具等在线支付方式进行绑定，如果有代缴代扣费用的项目，也应当向投资者明确披露并获得投资者的授权。

## 4. 收集和使用信息的披露

建立投资者适当性制度是有益于保护投资者的最佳选择。<sup>[12]</sup>投资者适当性管理制度要求金融中介机构将适当的产品提供给适当的投资者。<sup>[13]</sup>智能投顾服务是在对客户进行画像的基础上进行的，画像越准确，推荐的投资组合产品会越适当。但是，画像准确意味着对客户了解越多，收集到的客户信息和相关数据也可能越多。在对客户进行画像的过程中，除了客户通过平台在线调查问卷等方式填写的信息外，也可能会使用到用户在其他平台的信息，例如广发“贝塔牛”的用户持仓诊断功能便是利用大数据技术，以用户画像系统为依托，汇总客

户在集团内各项资产账户,如期贷子公司账户、香港子公司账户、基金公司账户等,并利用大数据技术深入分析客户的历史收益率、夏普比率、最大回撤等指标,然后根据客户的风险等级和投资偏好生成相应的智能投资计划,并以历史数据对该计划进行回测,从而对比分析客户的投资能力。<sup>[14]</sup>这些信息的获取应当获得用户的授权,仅限于某一次的智能投顾活动,并且应向客户披露接触信息的主体、对保密义务的遵守、限制性要求等内容。在数字经济时代,信息和数据的价值巨大,不排除智能投顾平台将收集到的信息和数据用于其他活动,尤其是与关联方共享等,或者通过客户的信息、数据谋取私利。通过披露的方式能够使得用户更好地监督个人信息的收集使用情况,督促接触信息人员自觉遵守保密义务。

#### 5.服务内容的披露

智能投顾应考虑其提供的投资咨询服务的说明是否明确,并尽到合理的谨慎义务,以避免对这些服务的范围产生错误的含义或意义而导致可能会带给客户重大的误导。例如,智能顾问不能暗示机器人顾问正在提供全面的财务计划而事实上并未执行、税务亏损收获服务还能提供全面的税务咨询、在产生投资建议时会考虑除调查问卷收集的信息以外的其他信息。<sup>[15]</sup>需要明确向投资者说明服务的资金门槛、主要的投资工具、投资逻辑、投资的种类等,增强智能投顾服务的透明度。如发展较为成熟的智能投顾公司Wealthfront Advisers就在其网站上做出了较为全面的披露,包括投资策略、投资风险、服务流程、绩效披露等内容。<sup>[16]</sup>在美国金融监管局(FINRA)调研的面向零售客户的智能投顾工具中,绝大多数具备自动化账户再平衡(rebalancing)功能,智能投顾平台需向客户确认是否接受此类功能(是否接受全权委托),并明确披露自动再平衡工具的运作原理,包括触发条件等。<sup>[17]</sup>

#### 6.重大变化的披露

投资是一项具有风险性的活动,在投资前应当让投资者明确了解投资可能产生的风险,这是传统投资顾问也需披露的重要内容。智能投顾是一种在线投资顾问,在全权委托模式下人力参与的程度更加微少,投资策略的调整和变动可能更频繁、更

快速,应当运用与之匹配的实时监测技术向客户推送投资策略的调整变动,使投资者随时了解投资状况,以有充足的空间做出投资决策和承受风险。美国《智能投顾升级指导意见》中要求,可能对投资组合产生重大影响的算法代码变更时应当向客户披露。算法是智能投顾的基础,因而算法代码变更影响到投资组合时也应及时向客户披露,以便客户能够及时做出决策调整。

调仓频率对于智能投顾投资组合的收益也可能产生重要影响,例如智能投顾调整的仓位如果涉及股票型基金,按照智能投顾不提供基金销售费率折扣的做法,投资者将支付高达1.5%的申购费,但智能投顾服务方却能够获得更多的基金销售费,因此调仓频率将会影响到投资者的基本投资收益,应当将调仓频率做出标准化的规范,明确披露调仓的条件,使得调仓制度更加透明化,防止智能投顾服务方通过滥用调仓手段获取不正当利益。

此外,在以网络为支撑的智能投顾服务中,网络环境也可能发生动荡,如网站停更、系统维护、受黑客攻击等,在可能发生的重大变化或者市场情况的变化对投资会产生重大影响时,应当向客户进行披露。总体而言,在发生的变化可能引起投资者资产发生异动或面临较大风险时应当向投资者做出披露。

#### 7.合规审查的披露

智能投顾具有特殊的商业模式,其对算法的依赖、与客户的人机交互以及在互联网上提供咨询服务的有限性,都可能会产生或加重智能投顾的风险。为了保证投资业务的连续性,跟踪机器的深度学习,降低因技术原因、操作原因等带来的风险,智能投顾平台应当定期对硬软件设备设施进行检查,对投资策略、投资逻辑进行合规性检查,定期监测算法代码是否合规,有无算法偏见、算法黑箱等违法违规情况,以及智能投顾所进行的投资活动是否合规等。应当明确披露筛查监测的时间、程序、方式和监测人员等信息,向监管层进行报送。

#### (三)智能投顾信息披露的形式要求

如果投资者或用户无法理解智能投顾所披露的相关内容,那么做出再完善的披露规定也无济于事,只能局限于符合披露要求而无法真正达成披露意图,智能投顾平台若只是为了披露而披露将徒增

合规成本。因此,以怎样的形式来进行披露,使投资者能够真正获得和了解披露的内容至关重要。如通过一定的技术手段强制用户阅读并了解信息披露内容就是一种方式。<sup>[18]</sup>

美国《智能投顾升级指导意见》对于披露的形式做出了相应规定,要求注意披露是否具体明确,并尽到了合理谨慎义务,以避免对服务范围产生错误的含义或意义而导致对客户重大的误导。智能投顾平台应仔细考虑其书面设计是否为有效设计(不是隐晦或难以理解的)。具体而言,需考虑是否在客户注册之前已经向客户披露了关键信息,这些信息能够成为客户决定使用智能投顾做出投资决定的重要依据,以及这些关键信息是否被特别强调,例如通过弹窗这样的方式来提醒客户阅读披露内容,以及需注意是否有必要的细节补充,所呈现的内容和格式是否适用于移动平台等。

在无纸化和去人工化的模式下,信息披露的形式在很大程度上决定了客户是否能够成功关注到所披露的信息和是否能够对与自身密切相关的信息引起足够重视。因此,在设计智能投顾信息披露的形式时,必须从用户角度考虑信息的获取度。例如,在用户注册前,不能默认用户同意注册协议,使用智能投顾必须做调查问卷,并且尽可能丰富问卷的内容。在用户决定使用智能投顾前,可以通过弹窗形式、电子邮件、智能语音提示等方式向用户披露应当披露的内容。同时也需要进一步完善智能客服的建设,实现实时支持,以提高向客户披露信息、解答问题的效率。

#### 四、结语

人工智能的运用能够大大提高社会运作效率,改善人们的生活方式,智能投顾在投资领域的运用亦是如此。相比于传统投资顾问,它具有更好满足投资者个性化需求、投资门槛低费用少、客观理性等优势,能够改善我国资本市场的投资环境,使广大的中小投资者能够实现更有效的投资收益。但是,任何事物都有利弊,智能投顾的出现也会带来许多新的风险,而监管机构的目的是应当尽可能使智能投顾的利大于弊,而不是一味去抑制新生事物的发展,否则容易将其扼杀于摇篮之中。而信息

披露制度的建设就是一个很好的监管工具,如果智能投顾的信息披露工作是有效的,智能投顾其他方面的漏洞就会更小。在一个有效的信息披露环境下,智能投顾平台能够更加自觉运营,投资者能够更加理性选择,那么就可以更放心地让市场进行自我管理。只有投资者拥有更加广泛的投资选择空间和更安全有效的投资环境时,才是真正实现智能投顾为人们所带来的便利。

#### 注释

- ①目前布局智能投顾的主要有三类机构。第一类是国内金融IT公司以及创业公司,如理财魔方、盈米财富、蛋卷基金(投资于国内公募基金),弥财(主投海外ETF);第二类是互联网金融公司或大型财富公司,如京东金融“智投”;第三类是传统金融机构提供的智能投顾服务,如招商银行摩羯智投、广发证券贝塔牛、工银AI投。<http://fund.jrj.com.cn/2017/12/04152523737337.shtml>
- ②各商业银行陆续推出了智能投顾服务:包括招商银行的摩羯智投、浦发银行财智机器人、兴业银行兴业智投、平安银行智能投顾、江苏银行阿尔法智投、广发智投、工商银行“AI投”等。金融科技公司也积极投入智能投顾行业,出现了京东智投、理财魔方、宜信投米RA等智能投顾产品。
- ③实践中,在某些智能投顾平台上甚至可选择跳过风险测试并默认投资者风险等级为5。

#### 参考文献

- [1]吴焯,叶林.“智能投顾”的本质及规制路径[J],法学杂志,2018(5):16-18.
- [2]王从宁,李宁.法学视角下的证券市场信息披露制度若干问题的分析[J].金融研究.2009:3.
- [3]中国证券法学研究会课题组.中国证券市场信息披露案例研究与评估年度报告(2014年度)[J].金融服务法评论,2015(7):258.
- [4]邢会强.金融法上信息披露制度的缺陷及其改革——行为经济学视角的反思[J].证券市场导报,2018(3):64-72.
- [5]金博.基于信息披露的市场效率研究[D].长春:吉林大学:28.

- [6] 证券投资顾问业务暂行规定[EB/OL] (2010-10-12) [https://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/Goo306201/201010/t20101019\\_185679.htm](https://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/Goo306201/201010/t20101019_185679.htm).
- [7] See Securities and Exchange Commission, Guidance update: Robo-Advisers, SEC website, <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>.
- [8] 李文莉, 杨玥捷. 智能投顾的法律风险及监管建议[J]. 法学, 2017(8):21.
- [9] Brauneis R, Goodman E P. Algorithmic Transparency for the Smart City, Social Science Electronic Publishing, 2018.
- [10] 郭雳, 赵继尧. 智能投顾发展的法律挑战及其应对[J]. 证券市场导报, 2018(6):75.
- [11] 姚崇慧. 两方面起底智能投顾潜在的合规风险. <https://www.iyiou.com/p/74158>, 最后访问时间: 2018-10-5.
- [12] 郭锋. 新一轮证券法修订的理念与若干基本性制度研究[J]. 证券法律评论, 2017(15):1-18.
- [13] 李东方, 冯睿. 投资者适当性管理制度的经济和法律分析[J]. 财经法学, 2018(4):18.
- [14] 广发证券“贝塔牛”智能投顾技术解构. <http://mt.sohu.com/20170109/n478160324.shtml>, 最后访问时间: 2018-10-5.
- [15] 李燕. 数字化投顾在中国: 兴起、发展阻碍与规制探讨. [http://www.sohu.com/a/225078898\\_467315](http://www.sohu.com/a/225078898_467315), 最后访问时间: 2018-10-5.
- [16] 智能投顾公司Wealthfront网站信息披露内容, <https://www.wealthfront.com/legal/disclosure>, 最后访问时间: 2018-10-5.
- [17] 巴洁如. 智能投顾面临的法律合规问题及国际监管经验[OL]. [http://www.sohu.com/a/158381216\\_455313](http://www.sohu.com/a/158381216_455313), 最后访问时间: 2018-10-5.
- [18] Nicole G. Iannarone, Computer as Confidant: Digital Investment Advice and the Fiduciary Standard[J]. Social Science Electronic Publishing, 2017.

## Construction of the Legal System of Robo-Advisor Information Disclosure

Xing Huiqiang Yin Danni

**Abstract:** Robo-Advisor requires the disclosure of relevant information. Robo-Advisor is developed from traditional investment consultants. The construction of its information disclosure system should meet the general requirements of the securities investment consulting industry on one hand, and should also match the new characteristics of Robo-Advisor on the other hand. Information disclosure of Robo-Advisor includes disclosure of algorithm description, disclosure of conflict of interest, disclosure of assets and expenses, and disclosure of collection and use of information, disclosure of service content, disclosure of major changes as well as disclosure of compliance review, etc..

**Key words:** Artificial Intelligence; Robo-Advisor; Information Disclosure; Algorithm Regulation