



(2018 年第 24 期，总第 106 期)

中国基金业协会

2018 年 12 月 4 日

欧盟地区投资顾问自动化的监管规定与发展情况评估

欧洲银行、证券和保险三大行业金融监管局(统称 ESA¹)观察发现，近年来，欧盟各成员国金融行业服务的数字化(Digitalisation)程度出现显著提升，特别是，银行业、保险业和证券业的投资顾问服务领域内，均开始不同程度应用自动化工具。ESA 将该趋势称为“投资顾问自动化(Automation in financial advice²)”现象，是指投资者在无人工介入或介入有限的情况下，通过自动化工具获取服务机构提供的与金融工具交易相关的投资建议，属于金融服务模式创新。

目前，欧盟各成员国的各类金融行业内，投资顾问自动化的发展程度差别较大，现有监管框架内也没有与“自动化”相关的法规。但对于“投资顾问”服务，三大金融行业法规均有较为明确的定义。为保护投资者利益，维护金融市场稳

健运行，ESA 联合相关机构展开了深入调查，并于 2015 年 12 月发布了其关于欧盟地区投资顾问自动化现象的讨论文件³（简称讨论文件）。ESA 表示，投资顾问自动化业务模式优势和风险兼具，虽然目前在各地区、各行业的发展程度不一，但预期将持续纵深发展。未来，ESA 将持续关注投资顾问自动化现象，进而确定是否推出统一的监管措施⁴。

本报告梳理和总结了欧盟金融法规中投资顾问相关规定，及 ESA 对于投资顾问自动化现象的观察与讨论，包括各行业投资顾问自动化应用情况、自动化工具主要特点、投资顾问自动化潜在优缺点及其未来发展前景等，具体如下：

一、投资顾问相关监管规定

从监管实践来看，某项金融创新活动通常会带来现有金融监管框架内业务界定不明晰、各行业间监管措施不一致等问题。目前，欧盟地区金融行业法规框架内对于“自动化”尚无明确界定，但银行业、证券业和保险业的相关法规对于“顾问”则均有不同程度的规定。

（一）金融行业对顾问的定义

整体来看，银行业对顾问服务的定义仅适用有限的业务范畴，证券业对投资顾问的界定更为全面，且配备了专门的监管指引，保险业的定义与证券业极为相似。

1. 证券业：投资顾问

根据 2007 年生效、2017 年更新的《金融工具市场指令》（The Markets in Financial Instruments Directive, 简称 MiFID）⁵，“投资顾问（Investment advice）”⁶是指，应客户要求或投资公司发起，向客户提供与一项或多项与金融工具的交易有

关的个人建议。2010年4月，原欧洲证券监管委员会⁷（Committee of european regulators, 简称 CESR）发布了《了解欧盟金融工具市场指令关于顾问的定义》⁸，对 MiFID 中关于投资顾问的界定提供了补充指引。具体见下文。

2.保险业：顾问

《保险销售指令》（The Insurance Distribution Directive）中，“顾问（Advice）”⁹是指，应客户要求或由保险分销商主动发起，就一项或多项保险合同事项向客户提供个人建议。ESA 认为，该定义与 MiFID 对于投资顾问的定义极为接近。

3.银行业：顾问服务

银行业《抵押贷款指令》（The Mortgage Credit Directive）规定，“顾问服务（Advisory services）”¹⁰是指，就一项或多项与信贷合同有关的交易，向客户提供个人建议，该服务独立于信贷审批及信贷中介活动。该定义仅适用于《抵押贷款指令》规管范围内的银行产品顾问相关服务。

（二）MiFID 对投资顾问的界定

MiFID 规定¹¹，投资顾问属于投资服务（Investment service）范畴，除适用豁免情形外，机构若开展投资顾问业务，应取得经监管机构授权的投资公司（Investment firm）资质。

CESR 在《了解欧盟金融工具市场指令关于顾问的定义》中明确，若投资公司基于对投资者所提供个人情况的分析，向该投资者或其代理人提供与某一特定金融工具交易相关的推介（Recommendation），则该推介构成投资顾问服务。CESR 还在该指引中推出了界定投资顾问服务的“五项关键

测试（The five key tests）”，相关机构提供的推介类服务若五项测试全部通过，视为投资顾问服务。具体如下：

1. 该项服务构成推介

首先应明确提供信息（Information）与推介的内涵。提供信息，是指对事实或数据进行客观描述，而推介则表现为就相关事宜发表自身意见。

若服务机构仅单纯地向投资者提供信息，不对该信息及投资者的投资决策进行任何评论或价值判断，则不构成推介。但若提供信息时掺杂主观评价，或通过程序（如决策树、模拟组合建议等）提供经筛选的信息时，呈现出引导、强调或确认等意见类因素，则应视为推介。

2. 该推介与金融工具交易有关

根据 MIFID，投资顾问定义所指的“交易（Transactions）”¹²，是指买卖、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的上述交易的权利。若某项推介与特定金融工具交易有关，则无论所推介工具的数量及交易方式如何，或推介的交易事项最终是否被执行，即使提供了免责声明，也可能被视为投资顾问服务。

值得注意的是，投资公司提供与金融工具交易有关的大类建议（Generic advice）和公开意见（General recommendation）等推介，不属于投资顾问服务。

其中，大类建议是指不涉及某一个或多个特定金融工具的投资建议，如不同投资区域或资产类别的投资决策利弊分析和相关建议等；公开意见¹³是指面向传播渠道或公众的关于某项或某类金融工具的推介，一般包括投资研究和财务分

析。公开意见面向公众发布，并非基于对投资者个人情况的评估得出，也不会作为定制建议呈现给特定投资者。

3.该推介适合或可被视为适合特定投资者

服务机构向投资者进行推介时，若表明某项金融工具或投资决策适合其个人情况（**Circumstances**）；或投资者可以合理地（**Reasonable**）判断，某项与金融工具交易相关的推介是服务机构依据对其个人情况的评估而得出的，则均可能被视为投资顾问服务。此处投资者个人情况包括住址、收入及婚姻状况等客观信息，以及风险偏好、投资目标或特定风险规避需求等主观信息。

其中，推介时表明适合（**Presented as suitable**）投资者，既包括明确表示适合，也包括通过强调或其他含蓄方式进行暗示，无论该推介实际上是否真正适合投资者。

对于投资者判断服务机构的推介是否基于对其个人情况评估得出，这一判断是否合理，主要取决于服务机构收集其个人信息的性质和方式。若投资者曾通过特定方式向服务机构提供投资或财务相关信息，则当其以同一方式寻求后续服务时，可以合理地做出上述判断。

4.该推介并非通过传播渠道等公开发布

服务机构通过传播渠道（**Distribution channels**）面向社会公众公开发布其投资研究或建议，不构成投资顾问服务。其中，传播渠道是指信息的公开获取渠道，包括面向大众的报纸、杂志或其他刊物、公共网页、电视及广播等。

应注意，即使某项推介是通过传播渠道发布的，若针对的不是普通大众，而是某一名或多名特定投资者，或者在公

开发布推介后，服务机构通过其他方式联系特定客户，对其发表相关投资意见，则也可能构成投资顾问服务。

5.该推介向投资者、潜在投资者或其代理人提供

MiFID 规定，只有向投资者、潜在投资者或其代理人（Agent）提供的推介，才可能视为投资顾问服务。

通常来说，服务机构提供与某项金融工具交易相关的推介时，该推介提供对象即应被视为投资者或潜在投资者。但在少数情形下，如提供公司财务顾问（Corporate finance advice）¹⁴服务时，也存在客户身份混淆的可能性。

公司财务顾问是指与企业资本结构、产业战略及合并或收购等事宜相关的建议与服务，该服务提供对象并非投资者或潜在投资者，提供该服务无需取得投资公司牌照。实际业务中，应根据客户寻求建议的实际目的，对二者进行区分。

此外，若服务机构提供推介的客户，与其投资者或潜在投资者的代理关系不明确，服务机构应通过合理推断，确定该客户是否代表投资者或潜在投资者的利益行事。

二、投资顾问自动化发展现状

（一）投资顾问自动化的应用程度

目前，欧盟金融行业均已广泛借助自动化工具开展业务，但在投资顾问服务领域内，自动化应用程度由高到低依次为证券业、保险业和银行业。其中，证券业和保险业已出现完全自动化的投资顾问服务，即机器人投顾（Robo-adviser）¹⁵。

1.证券业：成熟程度较高

证券业的投资顾问自动化发展程度已较为成熟，包括完全自动化模式及部分环节的自动化模式，其中部分自动化是

指服务过程的某些环节提供人工介入。

少数成员国已经出现完全自动化的投资顾问，即机器人投顾，是指自动化工具利用算法程序，在线收集投资者个人情况后，生成与该特定投资者相匹配的投资建议。此外，部分机构还通过算法或其他技术工具，向投资者提供自动化投资组合管理服务，包括跟随交易（Copy trading）等模式。跟随交易是指，服务机构有权以投资者名义，根据自动化工具所生成的投资建议或信号，自动为其执行交易。

多数成员国的证券业可以在服务过程中，在不同环节利用各类自动化工具向投资者提供在线功能，如信息收集、风险分析、组合分析、订单处理或交易执行等。例如，为投资者开立和管理在线交易账户，向投资者提供按其指令自动执行交易的服务；为投资者的投资组合提供全面监测服务，及时发掘市场中对其有利的金融工具或交易机会等。

2.保险业：相对较为成熟

保险行业投资顾问服务的自动化程度也相对较高，与证券业类似，包括完全自动化及部分自动化两类模式。

养老金投资、投连险和纯保障保险领域，均已经实现完全自动化的投资顾问服务。部分机构可以通过算法，在线向投资者提供养老金计划选择等投资建议；还可以基于投资者在线提交的信息，自动化生成符合其个人情况的保单报价。

在欧盟多个管辖区域内，大多数保险公司可以向投资者提供部分自动化服务，帮助投资者在线购买投连险及单纯保障保险等。一般来说，保险公司利用自动化工具为投资者生成保单报价后，将进一步与其取得联系并提供人工服务，进

而生成最终的保险购买建议。

3.银行业：初始阶段，未广泛应用

银行业投资顾问服务的自动化程度，在深度与广度两方面均处于初始阶段。某些银行的部分业务已出现自动化顾问服务，如抵押贷款业务，可基于投资者填写的相关信息，通过自动化工具向其提供抵押贷款业务建议。

同时，在越来越多的银行业务领域内，如抵押贷款、消费贷款及银行存款等，也开始借助自动化工具为客户自行做出交易决定提供信息帮助，或是充当交易中介，帮助投资者与特定银行取得联系。例如，目前存在的银行产品比价网站，可提供不同银行产品的要素对比及模拟计算器功能，从而协助投资者选择特定银行，并向其提供联系方式。

（二）投资顾问自动化的主要特点

1.服务过程中无人工介入或介入有限

上文有述，投资顾问自动化模式包括没有人工介入的完全自动化模式，及含有一定人工介入的部分自动化模式。

前者即机器人投顾，投资者在服务过程中仅接触自动化工具，完全不涉及人为因素，如情感反应、偏倚、主观判断及评估投资者是否需要澄清或进一步帮助的功能；后者通常在投资者使用工具获取初步建议后的特定环节，安排工作人员联系投资者，进一步收集信息或提供帮助，得出最终建议。

2.关键在于客户的信息输入及算法逻辑

投资顾问自动化通常采取决策树（Decision tree）流程，投资者在线输入个人情况后，自动化工具通过算法逻辑生成匹配该特定投资者的金融工具交易建议。最终建议主要取决

于投资者输入的个人情况及该服务机构的预设算法。

投资者往往通过在线回答一系列问题，向服务机构提供个人情况。因此，若问题答案区别不大，不同的投资者通过自动化工具取得的投资建议可能相同；而算法预设的金融工具种类，直接影响自动化工具所提供投资建议的范围。

3.工具生成建议被视为投资顾问服务

ESA 认为，若自动化工具所提供的投资建议，可以在合理的情形下，被投资者视为是基于其个人情况而生成的，则不论该服务是否满足欧盟现有法律的狭义规定，均可能被视为投资顾问自动化服务。

合理情形的解释，可参考本文第一部分 **MiFID** 对投资顾问界定中第三项内容，主要考虑因素是自动化工具所生成信息的性质与内容，及该业务模式是否符合上述两项特点，其一为投资者直接使用自动化工具，无人工介入或介入有限；其二为算法基于投资者提供的信息自动为其输出建议。

据此，利用自动化工具提供投资研究及市场数据等，以及多数比价网站和模拟计算器，均不属于投资顾问自动化。

三、投资顾问自动化的潜在优势

若自动化工具可实现预设目标，则对投资者和服务机构两方而言，投资顾问自动化服务在成本、业务渠道、服务质量及信息保存等方面，均具备一系列优势。

（一）成本节约

投资者使用自动化工具，可以通过相对低廉的成本获取专业机构提供的投资建议，大大提高了一般投资者对于投资顾问这一金融服务的承受能力。

服务机构提供投资顾问自动化服务，一方面，可节省因聘请人工顾问带来的高额成本，并减少由于人为操作失误导致的投资者索赔风险；另一方面，可享受规模经济的优势，当前期的算法及系统开发成本收回后，投资顾问自动化服务的长期平均成本将逐渐下降。

（二）业务渠道灵活便捷

投资者接受投资顾问自动化服务，一方面由于成本较低，可以增加其寻求投资顾问的动力，另一方面，此类服务通常是在线提供，不受时间和地域限制，投资者可以更为快捷便利地获取投资建议，在服务机构的选择方面也有更大灵活性。

相应地，服务机构提供该服务，有利于开拓不同区域的投资者，发掘更多有意向寻求投资顾问服务的客户群体。

（三）服务质量优化

投资者使用自动化工具，可以获取更为规范和及时的投资顾问服务。一方面，能够确保投资建议是基于对其个人信息的客观分析。在复杂流程处理方面，成熟的算法比人脑更具准确性和规范性，可减少人工顾问可能存在的情绪偏倚、判断偏差及操作失误等问题，对具有类似特点的投资者将提供同等相似建议；另一方面，自动化工具不受时间或地域限制，可以基于最新信息及时进行评估和反馈。

对服务机构而言，鉴于自动化工具上述特点，一方面可排除人为因素差异，提供更为标准化的客户服务体验；另一方面，可以实时、快速地跟踪处理大量数据，优化投资建议。

（四）信息保存准确及时

投资者使用自动化工具时，系统将自动保存各个阶段的

顾问服务记录，便于投资者在线接收和打印投资建议，当投资者日后发生疑问时，也可以随时查阅系统信息。

对服务机构而言，一方面，可以通过审查系统日志，定期或不定期监控算法逻辑，改进服务流程；另一方面，当发生投资者纠纷时可随时调阅记录，应对监管机构的调查。

四、投资顾问自动化的潜在风险

投资顾问自动化是一项优势与风险兼具的金融创新。该业务模式的独有特点，如缺乏人工介入、高度依赖自动化工具及便于迅速推广等，可能导致投资者利益和市场信心受损，同时给服务机构带来大量的法律诉讼及商誉风险。

（一）投资者理解偏差的风险

1.投资者提供不准确的信息

自动化工具收集信息时，若没有人工介入，投资者可能提供不准确的个人情况，且无法就此提出问题或进行澄清。

例如，投资者可能不了解某些输入项的涵义，不理解部分技术条款，或是由于知识不足而误解某些主观性问题等。此外，某些自动化工具提供的警告、提示或免责声明等信息，由于没有人工顾问的进一步提醒，也可能被投资者忽略。

2.投资者做出不合适的决定

投资者使用自动化工具时，可能由于不清楚或不理解与投资顾问自动化服务相关的关键信息，做出不合适的决定。

此处所指关键信息，包括算法假设和模型、算法的限制、建议相关费用及建议的适用期限等。若自动化工具的算法假设、模型、预设信息或工具等限制、费用设置等不适合特定投资者的需求，或是自动化工具所提供的建议仅基于对现阶段

段情况的考虑，均有可能给投资者造成经济损失。

（二）算法和流程设计的风险

1.算法功能缺陷及一致性

自动化工具可能存在功能缺陷，如参数固定、假设与考虑范围过于有限等问题。此种情况下，即使投资者正确输入了个人信息，也可能收到不适合的投资建议。

另外，自动化工具的一致性可能加剧市场波动，或是导致大量同类诉讼案件。一方面，多数自动化工具采取相似或相同的技术，可能导致大量投资者对特定金融工具采取相同的交易方式，形成羊群效应，加剧市场波动或震荡；另一方面，自动化工具受众广泛，一旦发生错误，同期将有较多的投资者受到相似影响，从而导致大量诉讼。

2.流程设计相关问题

投资者可能认为自动化工具一目了然、易于操作，因而在输入信息或回答问题时较为仓促，导致其在未适当考虑所有风险的情况下做出错误选择。

另外，当投资顾问服务出现问题时，投资者难以区分服务过程中具体的责任主体。服务自动化程度越高，各个环节借助独立自动化工具的几率越大，投资者很难根据问题性质确定寻求赔偿的责任主体。

（三）内控机制不完善的风险

1.未及时审查算法或建议

投资顾问自动化服务的核心技术是算法逻辑。若算法在开发阶段出现错误，导致功能缺陷，或受到网络攻击，程序被恶意篡改，大量投资者将会因不合适的投资建议遭受损失。

为避免出现上述情况，服务机构应针对算法建立完善的审查机制，包括开发人员的资质审查、算法相关的网络安全监测、算法逻辑和建议的定期监控等。

2.信息披露不充分

机构在提供投资顾问自动化服务时，可能没有向投资者充分披露利益冲突或建议报酬等方面的信息。

某些看似免费且公平的投资建议，所推介的金融工具可能费用更高，或者该产品由服务机构或其利益相关方管理；投资者也可能不清楚服务机构就某条建议所获取的报酬类型，及提供的建议和投资者做出最终选择之间是否有关联。

3.投资者信息泄露

自动化工具在线采集的投资者信息，可能因主观或客观的因素遭到泄露，用于不合适的用途。投资者输入个人信息时，很可能因快速“接受”相关条款，而在实际不知情的情况下，给予服务机构将其信息用于其他用途的权力。此外，在自动化工具的引导下，投资者形成在线提供信息的习惯后，也可能加剧与个人信息泄露乃至滥用相关的社会性风险。

（四）法律界定不明确的风险

1.投资建议的界定不明确

目前欧盟金融法规尚无对于投资顾问自动化的界定，三大金融行业对于投资顾问的定义也并未统一。因此，投资者使用自动化工具时，若输入了部分个人信息，或是按要求回答了相关问题，则很可能将该工具输出的信息视为投资建议。但是，某些自动化工具提供的信息，可能仅限于让投资者了解某项或某类产品的一般特点，或者其输出的价格对比等信

息，实际并未考虑投资者的个人情况。

2.相关机构责任分配不明晰

随着技术发展，向投资者提供在线服务的不同环节，很可能由不同的机构负责，如部分机构选择将其投资顾问服务的算法和系统外包给第三方金融科技公司。

若当事各方未签订法律协议，或者协议未对各方的责任义务做出规定，将导致各机构之间的责任分配不明确。当投资顾问服务任一环节出现问题，金融机构和客户之间，或金融机构与外包机构等第三方之间，均可能发生法律纠纷。

五、投资顾问自动化的发展前景

目前，投资顾问自动化现象在欧盟各成员国和金融行业之间的发展情况并不相同，但未来市场发展空间整体较大。根据独立研究公司 MyPrivateBanking 于 2015 年发布的研究报告¹⁶，预计 2020 年底，机器人投顾在全球范围内管理的资产管理总额将达到 4500 亿美元。

ESA 认为，投资顾问自动化模式当前也存在一定程度的不确定性因素，如供需两方的推动力、监管政策的不确定性及投资者偏好与接受程度等，因而，中短期内较难预测其将呈现何种发展态势。

（一）有利因素：供需方面均有动力

1.金融机构积极开拓业务模式

目前，部分成员国金融机构开始大力推广无纸化交易与记录的业务模式，旨在降低公司成本及为投资者提供更为便利的信息查询服务。此种业务模式的普及，将鼓励投资者选择在线接受金融服务，包括投资顾问自动化服务。

鉴于投资顾问自动化的诸多潜在优势，相关机构对该项业务模式天然具有强烈兴趣。根据上文所述，越来越多的金融机构已经开始推出部分自动化或全部自动化的投资顾问服务。此外，部分独立第三方金融科技公司，也逐渐加入投资顾问自动化服务市场，向其他有资质的金融机构提供技术外包服务，或是直接向其出售技术方案。

2.投资者接受程度逐渐提高

随着欧盟各成员国网络文化的发展和在线渠道的进一步丰富，投资者对于使用自动化工具获取投资顾问服务的接受程度将逐渐提高。

(二) 不利因素：政策风险和投资者偏好

1.监管政策的不确定性

上文提到，投资顾问自动化服务可能给投资者造成经济损失，进而导致服务提供机构发生大量诉讼纠纷乃至商誉受损等问题。当前，欧盟地区尚未对投资顾问自动化这一金融服务创新采取统一的金融监管措施或指引，由于担心未来的赔偿责任及监管风险，相关机构可能会选择谨慎行事。

2.投资者相对偏好线下服务

根据 ESA 的观察，非专业投资者一般对于自动化工具的了解较为有限，对于通过自动化工具获取投资顾问服务的方式缺乏信心，可能更偏好传统的人工顾问服务。此外，随着投资者隐私保护意识的逐渐提高，由于担心其个人信息被泄露，投资者也可能对自动化工具产生疑虑。

【本文由广发基金杨涓整理、撰写，中国证券投资基金业协会

会理财部李楠校对】

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 6 份

¹ ESA 包括三大金融业监管局，分别是欧洲银行业管理局（EBA）、欧洲证券及市场管理局（ESMA）、欧洲保险和职业养老金管理局（EIOPA），对欧盟地区三大金融行业实施统一监管，分别取代了原有的欧洲银行监管委员会（CEBS）、欧洲证券监管委员会（CESR）和欧洲保险和职业养老金监事委员会（CEIOPS）。

² ESAs_Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice : “the various ways in which consumers can use automated tools (typically websites) to receive financial advice (for example a recommendation to buy or sell financial products), without (or with very limited) human intervention.”

³ ESA: Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice.

⁴ Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice : “However, no harmonised action has been taken in the EU to date.”

⁵ MiFID 发布于 2007 年，是欧盟地区规范成员国金融投资公司行为的法律框架性文件。2014 年 6 月进行了一次修订，即 MiFID II。为简化行文，本文统一描述为 MiFID。

⁶ Article(4)(1)(4) of MiFID states: “‘Investment advice’ means the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments.”

⁷ 欧洲证券及市场管理局（ESMA）成立之前，欧盟地区的证券业监管机构。

⁸ Understanding the definition of advice under MiFID（CESR/09-665）。

⁹ ‘Advice’ means the provision of a personal recommendation to a customer, either upon their request or at the initiative of the insurance distributor in respect of one or more insurance contracts.

¹⁰ The Mortgage Credit Directive – MCD, 4 February 2014, defines ‘advisory services’ as ‘the provision of personal recommendations to a consumer in respect of one or more transactions relating to credit agreements and constitutes a separate activity from the granting of a credit and from the credit intermediation activities set out in point 5’, under article 4(21).

¹¹ 《欧盟金融工具市场法规》（2004/39/EC）。

¹² MiFID sets out the “transactions” that a recommendation could be in relation to: “buying, selling, subscribing for, exchanging, redeeming, holding or underwriting a particular financial instrument; or exercising or not exercising any right conferred by such an instrument to buy, sell, subscribe for, exchange or redeem a financial instrument.”

¹³ 《欧盟金融工具市场法规》第 83 条。

¹⁴ Section B(3) of Annex I of MiFID: “advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings”.

¹⁵ ESA 讨论文件：‘robo-adviser’: the automated tool asks prospective investors for information about their specific circumstances and, based on the answers provided, an algorithm is used to recommend transactions in financial instruments that match the customer’s profile..

¹⁶ “Robo-Advisors 2.0 - How Automated Investing is Infiltrating the Wealth Management Industry, MyPrivateBanking, 2015, executive summary.