

声音

VOICE OF AMAC

(2023 年第 8 期，总第 183 期)

中国证券投资基金业协会

2023 年 12 月 25 日

境外算法交易监管处罚案例研究（下） ——违反信息披露要求

【编者按】国内算法交易起步较晚，相对于境外成熟体系，算法交易监管体系及风险管理和内控机制仍在持续探索和完善过程中。境外主要金融市场算法交易发展时间较早，关于算法交易的运行体系和监管要求已经较为成熟，从监管落脚点看，除了落实证券经纪商的责任外，同时将算法交易服务提供者纳入规则体系，为算法交易的平稳有效运行提供指导。

为指导广大私募基金管理人合规展业、稳健经营，中国证券投资基金业协会组织行业力量，梳理了境外市场在市场准入、信息系统安全、算法研发与升级、交易行为监控等方面的监管要点以及部分违规案例，以期为国内量化投资市场体系的持续完善及长远健康发展提供有益借鉴。本篇为违反信息披露要求篇。

一、境内信息披露要求概述

基金信息披露是保护基金投资者知情权，维护投资者权益的重要方式之一。《中华人民共和国证券投资基金法》（2015 修订）第七十四条对基金管理人信息披露作出了“真实、准确、完整”的原则性要求，《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十四条进一步细化，要求“私募基金管理人、私募基金托管人应当按照合同约定，如实向投资者披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息，不得隐瞒或者提供虚假信息”。充分的信息披露有利于投资者作出准确的投资选择、有利于防止利益冲突与利益输送、有效防止信息滥用和增加基金运作透明度。

二、美国市场关于信息披露要求

在美国市场中，算法交易作为提供投资顾问服务的方式之一，受投资顾问业务的统一规制。美国《1940 年投资顾问法》第 206 条规定，禁止投资顾问从事任何构成对客户或潜在客户进行欺诈或欺骗交易、行为或业务流程，美国证监会（以下简称 SEC）依据该法制定的规则第 206（4）-8 条进一步明确违规行为包括向集合投资工具的投资者就重大事实作出不实陈述，或未能就重大事实作出必要陈述而误导投资者。该规定要求投资顾问全面公开地披露全部重要事项。SEC 规则第 206（4）-7（a）款还要求投资顾问制定并实施合理设计的书面政策和程序，以防止投资顾问及受其监督的工作人员违反上述规则。

三、境外算法交易违反信息披露要求典型案例

(一) Transamerica 集团模型错误信息披露违规案

2018年9月，SEC指控Transamerica集团对模型错误、“关键人物风险”、产品历史业绩的信息披露违规行为，并处罚金及赔偿金9,760万美元。

Transamerica集团涉案4家关联机构，分别为负责策略开发的投资顾问AEGON USA Investment Management LLC（以下简称AUIM）、负责产品发行的投资顾问Transamerica Asset Management Inc.（以下简称TAM）、投资顾问兼经纪商Transamerica Financial Advisors Inc.（以下简称TFA）、经纪商Transamerica Capital Inc.（以下简称TCI，上述机构统称为当事人）。

1. 模型错误并停用模型等重要信息未披露

2011年7月到2015年6月期间，当事人在15个产品的营销过程中宣传“使用专有的量化模型进行管理”，并强调“不受情绪干扰”“模型驱动”“模型支持”，然而当事人没有对模型准确性进行事先验证，也没有披露任何与使用模型相关的风险。作为投资顾问的TFA在选用AUIM开发的策略之前，曾通过邮件方式讨论过模型架构完全依赖于缺乏实操经验的初级分析员存在风险，但TFA从未向客户披露这些风险。

2013年夏，AUIM发现TAM发行的其中一条产品线TTI Fund存在50多个“逻辑、方法、数学上的错误”，例如不正确的计算、不一致的公式、分配权重加总未达到100%等，得出了模型“不适合投资目的”的结论。AUIM于2013年9

月起停用其中至少一个模型。但在 2014 年春续签投资顾问协议时，AUIM 和 TAM 没有向基金委员会、上层产品投资者的决策机构信托委员会以及投资者披露模型错误和决定停用模型等信息。相反，2014 年 3 月，TAM 修改了产品说明书为“可能”使用量化模型；TCI 认为营销材料“没有准确反映目前用于管理这些基金的过程”，直接停用营销材料；AUIM 则指示 TFA 修改营销材料，将“使用定量模型”改为“定性和定量因素相结合”。

2. 涉及产品的“关键人物风险”的信息披露不实

负责部分产品日常管理的是一位缺乏经验的初级研究分析员，但 TAM 和 AUIM 在 2011 年 5 月至 2012 年 3 月期间的产品募集说明书和路演材料中并未披露该人员，而是将一位对产品了解和参与有限的人员作为唯一的投资组合经理进行披露，但该人员并不知悉此项任命。该人员曾要求基金所有信息披露和路演材料中删去他的名字，但被 AUIM 首席投资官拒绝。后 TAM 虽增加披露了前述实际负责产品管理的分析员及其他两名人员为投资组合经理，但仍与产品实际情况不符。

事实上，该名初级分析员负责开发了交易决策模型和投资配置模型等量化模型，并从 2011 年 5 月至 2013 年 8 月期间一直负责这些产品的日常管理。在后续的内部审计中，内部审计部门将“关键人物风险”指向这名分析员，指出：该分析员没有遵循任何正式程序来确认其工作的准确性，公司也未能为他提供行之有效的指导、培训及监督，以确保模型能如期运行。该名分析员所带来的“关键人物风险”也未在

产品信披材料中及时、准确、完整地向投资者披露。

3. 产品历史业绩的信息披露不实

TFA 聘用独立投资顾问 F-Squared Investments Inc. (以下简称 F-Squared) 为其管理专户策略, 并利用互联网方式进行营销。F-Squared 在为 TFA 定制的网页上包含大量夸大的、假设的、回测的历史业绩。其中关于 F-Squared 在 2001 年 4 月到 2008 年 9 月期间的业绩, TFA 的尽职调查引用了第三方计算的历史收益率, 但该第三方所用的原始数据来自于 F-Squared, TFA 未予进一步核实。

2014 年春, 投资公司协会发表了一篇文章, 称 F-Squared 在其营销材料中“明显夸大”了历史业绩。作为回应, TFA 要求 F-Squared 提供更正后的 2001 年 4 月到 2008 年 9 月期间的月度收益率, 却被 F-Squared 以“2003 年 1 月 1 日是我们拥有计算收益率所需数据的首日”为由拒绝。

基于上述事实, SEC 指控当事人存在信息披露不当的行为, 具体包括:

AUIM、TAM 和 TFA 故意违反《1940 年投资顾问法》第 206 (2) 条的反欺诈规定, 即禁止从事对客户或潜在客户构成欺诈或欺骗的交易、行为或业务流程的行为; 同时违反了 SEC 规则第 206(4)-7 条制定和实施合理设计的书面政策和程序来防止欺诈或欺骗的行为发生。

AUIM 和 TAM 未向投资者披露模型错误、修改产品说明书, 构成《1940 年投资顾问法》第 206 (4) 条¹及 SEC 规则第 206 (4) -8 条禁止的“遗漏陈述必要的重大事实”及“对重大

¹ 《1940 年投资顾问法》第 206 (4) 条禁止任何投资顾问通过邮件或任何手段或工具, 直接或间接地从事任何欺诈性、欺骗性或操纵性的行为、做法或业务流程。

事实的不实陈述”；续签投资顾问协议时未披露模型错误，还违反《1940年投资公司法》第15(c)款“提供评估合同条款的合理必要信息”。

AUIM 指示 TFA 修改营销材料，二者构成违反《1940年投资顾问法》第206(4)条及 SEC 规则第206(4)-1(a)(5)项²禁止的“不实或误导性的广告”；同时，TFA 未保存2001年4月至2002年12月的业绩，违反了《1940年投资顾问法》第204(a)款和204-2(a)(16)项³投资顾问应制作并保存 SEC 为保护投资者利益所要求的必要记录。

AUIM 和经纪商 TCI 因未披露错误、直接停用营销材料，构成《1933年证券法》第17(a)(2)项禁止的“对重大事实的不真实陈述”及“导致误导性的遗漏陈述”。

(二)美国前对冲基金 BlueCrest 运用算法交易信息披露不充分案

2020年12月，美国前对冲基金 BlueCrest Capital Management Limited（以下简称 BlueCrest）因信息披露不真实和重大遗漏，被美国 SEC 公开谴责并罚款，主要事实与查处情况如下：

BlueCrest 于2000年12月募集设立了 BlueCrest Capital International（以下简称 BCI）基金产品。产品推介资料显示该产品为主动管理基金，交易员个人投资能力为产品主要卖点。2011年10月，BlueCrest 将近一半原 BCI 交易员调整分配至一个新基金，同时推出一款名为“RMT”

² 根据 SEC 规则第206(4)-1(a)(5)款，广告宣传中对重大事实的不实陈述或其他类型的错误或误导性陈述属于欺诈，违反了第206(4)条的反欺诈规定。

³ 《1940年投资顾问法》204(a)款关于管理账户的业绩，需在规定时间内保存有关记录；204-2(a)(16)要求报表反映所有借方、贷方和其他交易，以及证明计算所有管理账户的业绩或收益率所需的所有工作表。

的半自动化算法交易程序用以替代交易员功能。BlueCrest 曾测算并意识到前述调整会对 BCI 业绩造成负面影响，但并未停止实施。在 2013 年 6 月，RMT 算法给 BCI 产品造成高达 1.37 亿美元单月损失。但 BlueCrest 未纠正交易员分配，而是继续向 RMT 分配交易金额，直到 RMT 成为 BCI 产品交易占比最高的策略来源。

BlueCrest 未向投资者披露交易员的调整事项，以及 RMT 算法的业绩数据，致使投资者误认为造成巨额损失的是交易员原因，而非 RMT 算法交易原因。直至 2013 年 9 月，BlueCrest 在向 BCI 投资者披露的“交易员分配”Q&A 文件中，首次将有关 RMT 的信息纳入。

2014 年 1 月，BlueCrest 在与一位尽职调查顾问的讨论中透露了 RMT。在此之前，BlueCrest 对外出具的尽调材料仅很有限地提到量化策略，未完整披露 BCI 采用了 RMT 半自动化算法交易策略。该顾问随后出具了降低信息披露等级的报告，引发彭博社、纽约时报等媒体关注。BlueCrest 在 2014 年 4 月准备了一份摘要文件作为回应，但该文件未提供关于 BCI 充分信息，并坚称该信息仅在客户要求时定向披露。

SEC 认为 BlueCrest 的行为违反了《1933 年证券法》第 17 (a) (2) 和 (3) 项禁止对重大事实的不实陈述、重大遗漏、误导性陈述的相关规定；违反《1940 年投资顾问法》第 206 (2) 条和第 206 (4) 条、SEC 规则第 206 (4) -8 条的反欺诈规定；违反 SEC 规则第 206 (4) -7 条关于制定和实施合理设计的书面政策和程序来防止欺诈的相关规定。据此 SEC 决定对 BlueCrest 公开谴责，并处以 1.7 亿美元的罚

金，包括 1.07 亿美元非法所得、2,515 万美元判决前利息和 3,728 万美元民事赔偿。

【本文由中国证券投资基金业协会私募量化交易工作小组供稿，中国证券投资基金业协会审校】