

从通道免责走向穿透追责 雪球通道交易类纠纷首次落槌宣判

证券时报记者 许孝如 王蕊

随着国内某场外期权产品通道交易纠纷终审落槌,长期游走于监管边缘的场外期权通道业务,迎来了一次具有里程碑意义的司法裁判。

近日,上海金融法院终审认定,在明知投资者不具参与场外期权资格的情况下,某证券公司仍与私募机构一起为其设计通道、协助安排过桥资金、规避投资者适当性管理,双方构成了共同侵权,应

对投资者损失承担70%的连带赔偿责任。这不仅意味着通道方长期以来奉行的“只提供通道、不承担责任”逻辑被司法明确否定,也向整个场外衍生品行业释放了鲜明信号——任何借助资管产品包装自然人参与场外期权、雪球等高风险衍生品交易的模式,都可能面临穿透式司法审查和连带赔偿责任。

在监管持续收紧、内地违规通道业务不断外溢至香港市场的背景下,这一判决或将成为规范场外衍生品行业的重要司法标尺。

1 首个场外期权通道判例,确立司法尺度

在本案中,该证券公司员工明知自然人不属于场外期权交易合格投资者,仍在长达半年的时间里联合公司其他员工,持续向高净值个人定向推介结构化场外衍生品(以下简称“雪球产品”),并主动牵线私募机构构建违规交易通道,最终劝诱了某上市公司实控人费某违规参与场外期权交易,导致费某在16个月内亏损1400余万元。

法院判决认为,该证券公司存在不当推介,并与不符合投资资格的费某开展雪球产品交易、协助费某搭建资金通道、未能有效监测参与产品购买场外期权的占比情况等过错,未尽适当性义务,对费某损失应承担主要责任,酌定承担比例为70%;合作私募机构作为按照该证券公司和费某指示操作的通道方,其行为与证券公司存在一定共同性,应承担连带责任;费某明知其不符合资格仍然参与交易,并在具体交易中处于主导地位,应承担30%的责任。

这是司法判决中明确认定证券公司与私募基金合谋为自然人搭建场外期权交易通道,构成共同侵权的典型案列,也是全国首例。在此之前,类似的场外期权通道交易纠纷大多以和解或证据不足结尾。

“这个案子首次在司法层面确定了此

类通道交易架构的违规性,同时明确了证据组织和证明标准的尺度,以及相应的法律后果,为后续相关案件的司法判决提供了有价值的参考。”原告代理律师、上海德禾翰通律师事务所律师王一萍、孙鸿在接受记者采访时表示。

回溯案情,在认定实质交易主体为自然人方面,原告方详细梳理了长达半年的推介留痕,并以微信群下达的23笔场外期权交易指令记录,以及资金在费某、私募、证券公司之间的流动记录,构建了完整的证据链。

2024年11月,江苏证监局向案涉证券公司出具监管警示函,认定其存在与非专业机构投资者开展场外期权交易,且未能有效监测参与产品购买场外期权占比的情况;员工向客户提供测试答案,替客户办理证券交易、协助非专业机构投资者开展场外期权交易等未规范展业情形。王一萍表示,这份警示函也在后来的诉讼中,很大程度上减轻了原告方的证明责任。

截至发稿,案涉证券公司尚未回应记者采访。不过,该证券公司此前曾在2024年年报中表示,针对上述监管警示函,已组织相关部门及分支机构进行自查整改。

2 司法首次穿透“532通道”,打破免责幻想

站在通道方的角度来看,本案的另一层意义在于,司法首次明确否定了场外衍生品通道业务的免责逻辑。

场外期权具有非标准化、杠杆高、结构复杂、透明度不足等特点,监管为此设置了业内俗称的“532”投资者准入标准——参与机构需满足净资产不低于5000万元、具备3年以上证券投资经验、金融资产不低于2000万元等条件,从制度层面将普通个人投资者进行隔离。

然而,在旺盛的市场需求驱动下,各类通道业务始终未能彻底消失。据记者了解,过去几年,一些券商、期货风险管理公司等机构仍通过私募基金、资管计划等方式,将场外衍生品包装后销售给并不符合准入条件的自然人。业内通常将这一模式称为“532通道”,由此也催生了不少“532通道”公司。

不少通道机构倾向认为,自己只是提供产品载体,不参与投资决策,因此无需承担法律责任。不过,本案的判决彻底否

定了这一逻辑。

大成中国区董事、大成上海合伙人李晨表示,在实践中,部分金融机构长期以私募基金作为“通道”,借机构名义掩盖自然人实际参与场外期权交易,这类模式并不少见。本案为司法穿透识别真实交易主体、认定通道方侵权责任提供了重要裁判样本。

这一裁判思路也意味着,未来遇到类似案件时,投资者除了起诉证券公司,还可以将私募基金管理人、信托公司等提供通道服务的机构一并列为共同被告,从而扩大责任主体,提高索取更多赔偿的可能性。

环球律师事务所律师牛磊表示,私募机构应彻底摒弃“通道业务无责”的固有认知,借助资管产品搭建交易通道来规避监管,不再属于灰色地带——通道方主动协同参与违规安排,极有可能与合作机构共同承担连带赔偿责任。

对于私募基金管理人而言,必须真正履行投资决策、风险控制等管理职责,不能继续实行“只出壳、不管理”的业务模式。

链路,效果优于通用性智能功能;打通全品种一体化交易服务,结合生态协同优势,构筑数字金融服务壁垒。

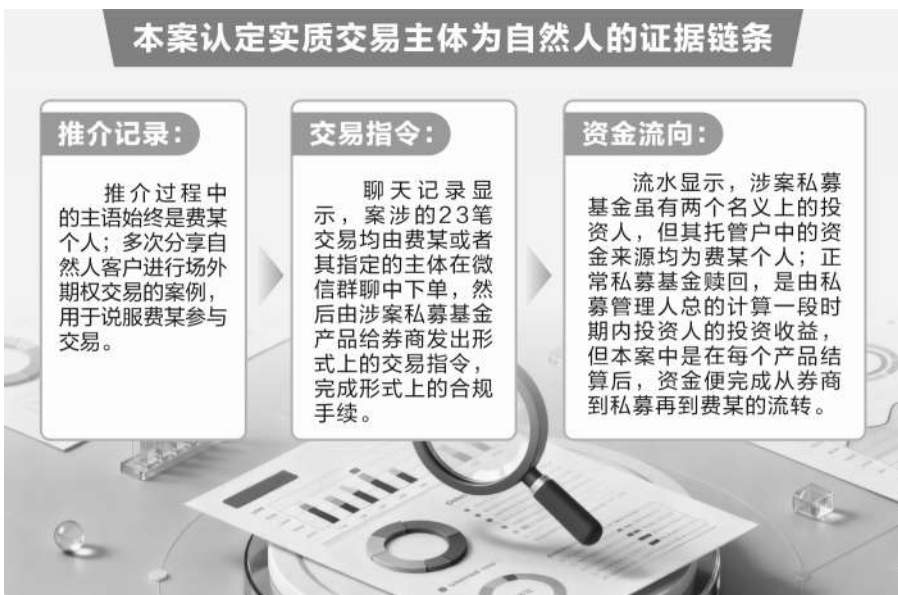
此外,在数据安全与隐私保护方面,东方财富证券构建了全生命周期、技术与管理双轮驱动的防护体系。

生态赋能普惠: 将海量流量转为深度服务

依托东方财富网、天天基金等平台,东方财富证券构建了独特的金融服务生态。在AI赋能下,海量流量正在转化为更高质量的普惠金融服务。

郑立坤介绍,东方财富证券主要做了三个方面的工作:一是实现全场景智能服务闭环,AI实现资讯秒级解读、研报精摘摘要、持仓风险诊断、智能选基定投,把专业投研能力通俗化、普惠化;二是落地免费的智能数据工具、个性化资产配置、AI持仓体检,结合全链路智能风控,降低理财门槛,弱化信息差;三是升级智能客服体系,以自然语言问答高效解决用户诉求,实现流量向深度服务留存。

目前,公司的AI语义理解准确率



王蕊/制表 图片来源:AI生成

3 灰色通道正在加速出清,合规迎新阶段

记者从业内调查了解到,“532通道”业务需求旺盛的背后,隐藏着一条证券行业的“灰色共识”——此类业务在过去一段时间内更像是一种系统性违规,是一种由证券公司总部、分支机构、业务与合规部门多层级协同的行业默许式展业。

代理过多个类似案件的王一萍发现,此类案件中,往往存在着一个或多个微信群,不同业务环节的对接人明知相关交易的真实对手方是自然人,不同员工之间互相配合,所有的业务流程都与自然人本人直接沟通。在这种情况下,很难将其归结为个别员工或某些员工的私下行为。

这一判断也从监管部门的处罚清单中得到了侧面印证。据记者不完全统计,仅2024年就有至少9家证券公司因场外期权业务违规收到了地方证监局的罚单,其中不乏头部证券公司。今年4月,上海证监局在发给某证券公司的警示函中,指其存在与非专业机构投资者开展场外期权交易,个别从业人员协助非专业机构投资者开展场外期权交易的情形。

近年来,监管部门持续整治场外衍生品违规通道业务。数据显示,截至

2024年底,我国场外期权初始名义本金存续规模约9024亿元,较2023年7月中国证券业协会最后一次披露的1.39万亿元下降约35%,场外市场的整体规模已明显收缩。

2024年4月,中国证券投资基金业协会发布《私募证券投资基金运作指引》,明确私募证券基金参与雪球结构衍生品的合约名义本金不得超过基金净资产的25%,与证券期货经营机构私募资产管理计划的执行口径拉齐,减少了监管套利空间。此后,相关通道业务大幅削减。

场外期权规模下降,一方面反映出监管持续规范场外衍生品业务取得了积极成效;另一方面,也说明市场正在经历去杠杆、去通道化的调整过程。某场外期权资产行业人士告诉记者:“现在内地的违规通道几乎全部关了,无论是雪球产品还是香草期权等场外期权产品,都没法下单了。”

记者了解到,去年以来,随着监管持续封堵境内自然人借道参与场外期权交易,这类业务在内地已明显收缩,但部分模式开始向香港券商及相关通道机构转移,相关业务目前依然存在。

4 从通道免责走向穿透追责,适当性是底线

在监管力度加大的背景下,市场愈发关注衍生品工具体系如何进一步完善。

近年来,我国场内期权市场持续扩容。自2015年首个场内期权品种——上证50ETF期权上市以来,目前已上市12个金融期权品种,包括9个ETF期权和3个股指期权,宽基指数的风险管理工具体系已基本建立。

不过,市场呼声较高的个股期权、远期合约等关键产品,至今仍未登陆场内市场。

业内人士认为,部分机构投资者和高净值客户的个股风险管理、收益增强等需求依然存在,而场内工具供给不足,使得部分需求转向场外市场,并催生了违规通道交易。因此,在持续严监管的同时,如何进一步丰富场内衍生品体系,满足市场

合理风险管理需求,也是未来我国衍生品市场实现高质量发展面临的重要课题。

在当前的市场环境下,投资者需要警惕任何以“借通道”“借壳参与”等方式推介场外期权、雪球等高风险产品的话术。这类交易安排本身就有违反监管规定之嫌,一旦发生纠纷,不仅合同效力存在不确定性,维权过程也将面临较高的法律成本。

总体而言,此次雪球通道交易案终审落槌,不仅划清了场外衍生品业务的责任边界,也释放出了更加明确的监管信号——金融创新不能突破投资者适当性底线,通道安排不能成为规避监管的免责工具。从“形式合规”走向“实质合规”,从“通道免责”走向“穿透追责”,这一司法判例或将推动场外衍生品行业进入新的发展阶段。

近日,北交所2只新股信胜科技、双英集团均公告称,在IPO发行过程中,战略投资者的配售比例均为30%。这一安排,打破了北交所一段时间以来新股默认为10%的战配比例。

受访人士向记者表示,这主要是基于当前市场情况的考虑,更多的战配比例有望助力新股表现,减少破发。

“当然,30%的比例大概率不会常态化,这更像是一种临时性的安排。因为在打新收益强劲之下,战配比例越大越容易出现寻租的可能。”资深投资人士周运南说。

战配比例罕见30%

8月11日,北交所新股信胜科技发布了战略投资者核查报告。报告显示,本次公开发行股票数量3600万股,战略配售发行数量为1080万股,占发行总量30%。

根据双英集团8月7日发布的公告,公司的战略配售发行数量为1140.65万股,占超额配售选择权行使前本次发行数量的30%,占超额配售选择权全额行使后本次发行总股数的26.09%。

记者梳理发现,2025年10月以来,北交所一共发行(拟发行)了61只新股,除了信胜科技、双英集团,绝大多数新股的战略投资者配售比例为10%。2025年1月到10月,北交所多数新股的战配比例稍高,为17.39%。

2025年4月,北交所发布实施的《北京证券交易所证券发行与承销管理细则》规定,公开发行并上市的,可以向战略投资者配售股票。公开发行股票数量在5000万股以上的,战略投资者不得超过35名,获得配售的股票总量不得超过本次公开发行股票数量的50%。公开发行股票数量不足5000万股的,战略投资者不得超过20名,获得配售的股票总量不得超过本次公开发行股票数量的30%。

与此前的规定相比,战略投资者配售比例有所放宽。此前规定为,公开发行股票数量在5000万股以上的,战略投资者获得配售比例上限是30%;公开发行股票数量不足5000万股的,战略投资者获得配售比例不得超过20%。

从严规范战投参与

显而易见,2025年10月是一个分水岭。此前,战配比例多为17.39%,此后均统一为10%。这个时点发生了什么?北交所对战投的参与进行了规范。

2025年9月,为了打击“伪战投”,北交所正在审核动态中进一步明确了战略配售的参与要求。北交所强调,为进一步提升战略配售安排的公平性、规范性,防范利益输送风险,主承销商应加强对战略投资者选择标准、配售资格的核查。

北交所明确将可参与战略配售的投资者分为六大类:与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业;具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业;国家级大型投资基金或其下属企业;以公开募集方式设立,主要投资策略包括投资战略配售股票,且以封闭方式运作的证券投资基金;参与跟投的保荐机构相关子公司;发行人的高级管理人员与核心员工参与设立的专项资产管理计划或员工持股计划;符合法律法规、业务规则规定的其他投资者。

自此,北交所新股的战配比例开始下降,战略投资者的参与数量也跟随体现。比如,2025年7月发行的新股西立智能,战配比例17.39%,有13家战投参与,包括苏州凯恩一号股权投资合伙企业(有限合伙)、万柏多策略1号私募证券投资基金、华泰创新投资有限公司、山东强企兴鲁投资基金合伙企业(有限合伙)、深圳前海复星瑞智恒嘉投资管理企业(有限合伙)、兴健珩钰基金至臻1号私募证券投资基金、煜诚六分仪私募证券投资基金、江苏金财投资有限公司、恒德金泽E36号私募证券投资基金、前海国元多策略1号私募投资基金、安徽翼风新能源材料科技有限公司、合肥阳光仁发碳中和投资管理中心(有限合伙)、苏州汾源资本管理有限公司。

2025年9月后,不少公司的战配减少为两类投资者:一类是保荐机构的跟投机构,另一类是员工持股计划。

高比例战配何以现身?

“去年9月,在新要求出现以后,实际的战配比例统一为10%,虽然规则明确上限是30%,但实际业务一线还是按10%进行。”某大型券商一位资深投行人士向记者表示。

该人士称,最近北交所2只新股安排30%的战配比例,主要出于两个方面的原因:一是目前的“伪战投”套利情况已经得到了较为充分的清理;二是市场方面的原因,当前北交所市场表现不太理想,将更多的份额分配给有锁定期的战略投资者,有助于稳定股价。另外,为了稳定市场,个别公司还安排了超额配售(绿鞋机制),而超额配售需要有一定的战配比例。

记者注意到,双英集团就有超额配售选择权的安排。该公司的发行公告称,发行人授予国金证券超额配售选择权,国金证券按本次发行价格向投资者超额配售初始发行规模15%的股票(即570.32万股),向投资者配售总计初始发行规模115%的股票(即4372.48万股)。超额配售股票将通过向本次发行的部分战略投资者延期交付的方式获得,并全部向网上投资者配售。

“超额配售的比例是15%,这部分股票是向战略投资者借的,如果还是延续之前10%的战略配售比例,那就没法进行超额配售。”有业内人士表示,超额配售是一种新股的稳市安排,当新股破发时,承销商会买入股票以稳定股价。

周运南向记者表示,战配比例提升以后,有助于减少二级市场的抛压,稳定市场。另外,战略配售比例的提高,可以让公司掌握更大的战配主动权,既可以将新发行的股份尽量多地战配给能给自己带来增值服务或者增值效益的投资机构,也能有更多的份额绑定更多的合作机构,更好地体现战略协同。

证券时报记者 刘艺文

打破惯例
北交所新股战配比例触及百分之三十上限

<<上接A1版

获客端依托资讯、数据、社区、工具四大场景,以精准用户画像打通内容、流量与业务转化闭环;服务端以“妙想”金融大模型嵌入行情分析、资讯解读、投研辅助、智能客服等场景,实现7×24小时智能响应;运营端则以数字化思维重构业务流程,遵循“主动防、智能控、全面管”的路径,实现降本增效与业务赋能。

这套“获客—服务—运营”的数字化闭环,最终要落地为可感知的技术能力。

“技术自研是东方财富证券的核心业务底座。”郑立坤表示,在交易端,公司重构全链路投研网络,实现低延迟交易,系统高可用、高吞吐,以弹性扩容从容应对行情高峰;在行情端,公司提供全市场全量行情,深度优化解码与分发,实现多终端无缝同步;在工具端,“妙想”大模型与条件单、网格交易等深度融合,实现了交易决策、自动执行、复盘优化全流程智能化。

郑立坤介绍,东方财富证券的差异化优势可概括为四点:核心技术全部自研,自主可控、迭代敏捷;低延迟交易能力,普惠所有投资者;AI定制化深度赋能业务全