

雪球结构收益凭证的产品结构与法律分析

娄晶媛

华东政法大学, 国际金融法律学院, 上海

收稿日期: 2022年7月21日; 录用日期: 2022年8月30日; 发布日期: 2022年9月6日

摘要

市面上的雪球结构收益凭证类型多样, 通过从类型化的产品结构中提炼出雪球结构收益凭证表现为证券公司的一种以债权债务关系为基础的融资工具, 实质上却是内涵投机的金融衍生品, 证券公司能够通过不断通过波段交易获取利润, 并通过向投资者承诺年化收益的方式, 在股票跌幅较大时将风险完全转移给投资者。但实际上此类产品于宣传中多有夸大和失真, 极易造成交易风险, 故结合产品结构与其中内涵的法律关系, 从监管、投资者和证券公司三个方面提示交易中可能存在的法律风险, 以期规范产品销售、降低买卖双方的信息不对称与加强证券公司风险控制。

关键词

雪球, 收益凭证, 期权, 法律风险

Product Structure and Legal Analysis of Snowball Structure Income Certificates

Jingyuan Lou

International School of Law and Finance, ECUPL, Shanghai

Received: Jul. 21st, 2022; accepted: Aug. 30th, 2022; published: Sep. 6th, 2022

Abstract

There are many types of snowball structure income certificates on the market, and by extracting the snowball structure income certificate from the typed product structure, the snowball struc-

ture income certificate is a financing instrument based on the creditor-debtor relationship of the securities company, which is essentially a financial derivative of connotation speculation, and the securities company can continuously obtain profits through swing trading, and completely transfer the risk to investors when the stock declines significantly by promising annualized returns to investors. However, in fact, such products are often exaggerated and distorted in publicity, which is very easy to cause transaction risks, so combined with the legal relationship between the product structure and its connotation, the possible legal risks in the transaction are prompted from three aspects: supervision, investors and securities companies, in order to standardize product sales, reduce information asymmetry between buyers and sellers and strengthen the risk control of securities companies.

Keywords

Snowball, Income Certificates, Option, Legal Risk

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

早前, 中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)向多家券商发文要求对一种名为“雪球”的产品加强风险管控, 其中明确强调券商对外应注意投资者准入与风险提示, 对内应注意对冲不充分与表内亏损的可能。疯狂的“雪球”产品备受关注, 其宣称降低了波动对收益的影响, 弱化了涨幅和择时的判断, 而一旦“敲出”, 就能获得高收益, 因此在近两年市场震荡的情况下, “雪球”产品备受青睐。但宣传中常见“低风险, 高收益”、“稳赚不赔”等字眼, 被诟病打着“固收”的旗号做着“期权”的买卖, 产品发行方不能明确提示风险, 可能会对投资者造成误导并带来重大损失, 给自己带来诉讼风险, “原油宝”前车之鉴历历在目。本文从“雪球”产品的交易结构出发, 对产品进行分类, 并以一般结构为主要分析对象, 从多个视角对其内涵进行剖析; 由于产品引发的纠纷最后都会表现为各方对于权利义务的争议, 故再从产品本身特性延伸到交易结构内涵的法律关系, 并基于此提示产品交易销售可能引发的法律风险。

(本文中的“投资人”若无特别说明, 则指“机构投资者”)

2. “雪球”的产品结构分析

我国目前最常见的“雪球”产品被称为券商收益凭证, 即表面上是一种由证券公司发行的, 面对合格投资者的场外债务性融资工具, 是一种证券公司以自身信用作为担保, 与投资者约定, 将本金和收益与特定标的相关联的有价证券, 且大部分属于非本金保障型一类的产品, 只有少部分为本金保障型; 但也有人主张, “雪球”实质上更像是一种障碍看跌期权[1], 投资者通过向证券公司卖出一个带触发条件的看跌期权, 证券公司承诺的年化收益, 即通常的收取期权费, 到期时特定标的价值如果低于初始投资者人卖出期权时的价值, 投资人就要承担损失, “雪球”定义不明, 为了统一表述, 下文主要采“雪球”在产品销售中的直观表述, 即雪球结构收益凭证。由于产品结构复杂造成交易各方存在较为严重的信息不对称, 可以从投资者视角与销售方视角出发更好地理解产品结构与交易过程; 目前根据产品结构特征可以区分出多种类型的产品, 但万变不离其宗, 其他类型也皆是对普通结构的一些变形, 故主要针对普通结构进行分析, 另明确各特殊结构变形之处即可。

2.1. 普通结构

2.1.1. 投资者视角

迄今为止市面上大部分的雪球结构收益凭证关联的特定目标主要为中证 500 指数，其余关联有上证 50 指数、沪深 300 指数等。以中证 500 指数为例，假设投资者与证券公司约定于 2020 年 6 月 15 日买入该产品，并于 2021 年 6 月 15 日终止合约，年化利率 15%，以投资者买入价上浮 5% (市面上多为 0%~10%) 时为敲出时间，以下浮 25% 时(市面上多为 20%~35%)为敲入时间，25% 的跌幅为保护垫，即最低能够保证投资者拿回本金的 75%。敲出时间随时可能触发，但敲入时间并非如此，投资者与证券公司约定一个月中的某一日，假定每月 15 日为观察日，那么只有在 15 日证券价格上浮 5% 才能触发敲出，一般投资者与证券公司之间可能约定买入后数月才开始执行敲出。因此，在投资期间就会出现以下五种情况：

某观察日，证券价格上浮 5%，触发敲出，证券公司根据年化利率和投资时间向投资者支付本金和利息，合同提前终止；

某非观察日，证券价格上浮超过 5%，未触发，保持投资，直到结束也未再触发敲入或敲出，合同到期，证券公司根据年化利率和投资时间向投资者支付本金和利息；

某日，证券价格下浮超过 25%，触发敲入，后某观察日，证券价格上浮超过 5%，触发敲出，证券公司根据年化利率和投资时间向投资者支付本金和利息，合同提前终止；

某日，证券价格下浮 25%，触发敲入，后证券价格上浮，直到结束也未再触发敲入或敲出，合同到期时证券价格高于买入价格，证券公司根据实际证券价格向投资者结算本金，此时利率为 0；

某日，证券价格下浮 25%，触发敲入，后直至结束也未再触发敲入敲出，合同到期时证券价格低于买入价格，此时不但利率为零，证券公司根据实际证券价格向投资者结算剩余资金。

综上可得，只有在投资期内的观察日触发敲出或在整个投资期内既不触发敲出也不触发敲入才能获得年化利率 15% 的收益，在只触发敲入而不触发敲出的情况下，投资者可以收回本金，最后一种情况里投资者将面临亏损，且跌幅要达到 25% 才会触发敲入。单从五种情况来看，只有最后这一种情况会发生亏损，但股票市场变幻莫测，如果再加上统计同时满足观察日且触发敲入两个条件的概率，只看几种情况，很难说到底盈亏哪个概率更大。一般来说，对于投资者，在漫长的投资期限内既不触及敲出也不触及敲入的概率是非常低的，所以作为投资者，应该是希望在投资期内，接近期末的时候尽可能触发敲出。

2.1.2. 证券公司视角

证券公司作为雪球结构收益凭证的发行方，思考的是如何才能使自己覆盖本息乃至还有盈余。从期权买卖的角度来说，相当于证券公司买入了投资者卖出的看跌期权，那么为了覆盖期权费(即证券公司向投资者许诺的年化收益)，以最常见的中性对冲策略为例，证券公司就会购入股票和指数进行交易，用从交易中获得的盈余来对冲期权费。在中性对冲策略中，证券公司买入看跌期权，股票和指数组成组合，当股票价格波动时，期权也会随之波动，证券公司就会在股票下跌时买入，在股票上涨时卖出，这个过程中就会产生收益，此时若收益高于期权费，证券公司就能从中盈利。所以，投资者的损益与证券公司的盈亏并无联系，投资者的损益根据合同约定，而证券公司的盈亏则与股票波动情况有关，股票波动率越高，证券公司盈利的可能性越大，所以此前有甚者称雪球结构收益凭证中证券公司实乃与投资者对赌的说法其实并不准确。实际在证券公司的报价清单中，波动大的特定标的，报价就越高，中证 500 指数之所以报价高，也正是因为其代表的是正处在高速增长阶段的中型市值股票的走势情况，所代表的的企业中有大量的创新企业和新兴产业，自 2010 年到 2020 年，中证 500 指数最大回撤幅度有 7 年都高于 20%，区间最大涨幅有 9 年都高于 20%，2015 年更是达到了 118.59%，大涨大跌。

综上，站在销售产品一方的视角，证券公司能够通过波段交易获取利润，并通过向投资者承诺

年化收益的方式，在股票跌幅较大时将风险完全转移给投资者；产品实现收益在排除金融市场本身存在的风险以外，在很大程度上取决于证券公司的策略选择，但由于投资者的损益与证券公司的盈亏无联系，结合投资者视角中的产品结构，两者在投资收益实现的目标上存在一定程度上的偏差，极易放大投资风险。

2.2. 特殊结构

除普通结构外，市场中主要还存在一些特殊结构，这些特殊结构按照投资目标、敲入敲出的安排、投资标的的涨跌可能性可以归为以下四种类型。

本金保障型“雪球”。顾名思义，本金保障型“雪球”只有敲出没有敲入，但年化收益要低于非保本型产品。

敲出递减型“雪球”。即其他都与普通型一样，只是敲出水平随着投资时间逐渐下降，如首个观察日为 105%，则约定下一个观察日为 104.5%，以后每一个观察日都下降 0.5%，最低敲出线为 95%。理论上此类产品随着时间的推移，满足敲出的可能性增加，但是由于敲出水平随着时间可能降低到 100% 以下，最后的敲出还是会面临一定的亏损可能。

OTM 型“雪球”，OTM 型“雪球”在普通型的基础上，针对前文普通结构中的第五种情形进行了区分。普通型“雪球”当遇到第五种情形时，损益情况表示为期末价格 \div 期初价格 - 100%，而 OTM 型雪球在遇到第五种情形时损益情况表示为期末价格 \div 敲入价格 - 100%，即只要到期证券价格高于敲入价格即可保住本金，若期末价格低于敲入价格，相比之下，损失的幅度也小于同样情况下普通型的损失。

看涨型“雪球”。以上三类产品都为看跌型“雪球”，而看涨型“雪球”的不同在于，当发生敲出事件时，可以按照合同约定的年化收益或根据关联标的较期初增幅的 50% 取更大值计算收益[2]，此类产品是为了满足投资者规避在指数持续上涨时可能面临的踏空风险。

3. 雪球结构收益凭证的法律关系梳理

通过梳理产品的交易结构，可以发现雪球结构收益凭证所内涵的法律关系主要围绕销售和运作两方面展开。

3.1. 债权债务关系

投资者与证券公司之间的债权债务关系是围绕雪球结构收益凭证的直观表述展开的，上文曾提到过，雪球结构收益凭证是一种证券公司以自身信用作为担保，与投资者约定，将本金和收益与特定标的相关联的有价证券，这种特定的标的除了现在常见的一些指数，还可以使基础商品，证券价格，货币利率等等。证券公司向合格的机构投资者和个人投资人发行该类收益凭证，并在发行后负责管理，投资者认购凭证，在触发敲出事件或合同到期时可以要求实现债权。根据 2013 年发布的《证券公司债务融资工具管理暂行规定》(征求意见稿)，收益凭证无论为表现为什么类型，其本质为债权债务关系，应当属于证券公司的表内负债。不同于我们认知上的一般到期还本付息的债权债务的是，通过合同的约定，债权人到期可能会损失约定的收益和本金，债权人通过将将来获得高收益的可能来补偿触发敲入事件的风险带来的损失。

3.2. 期权买卖关系

雪球结构收益凭证从产品的模式上来说，实际上可以被认为是一种奇异期权产品，区别于普通期权产品，一则证券公司通过合同约定敲出事件限制了投资者获得更多收益的可能，一般期权产品在股票价

格上涨时，投资者占据有利地位，而这种结构下，投资者必须终止合同；再者，在普通看跌期权中无论股票价格下跌还是一路上涨甚至超过行权价格，非到行权日，期权购买方都不得行权，也就是说只能根据行权日的价格来判断，而在雪球结构收益凭证中，只要期间触发过敲入，而不曾触发敲出，期权的购买方，也就是证券公司就能按照合同的约定初始价格到期行权；最后，普通期权的存在期权费，在雪球结构收益凭证中，证券公司向投资者承诺的年化收益即对应期权费，在上一种情况下，投资者不仅可能承担本金损失，还必然会损失期权费。因此通过雪球结构收益凭证，从上述角度来说，投资者所面临的风险收益的不对称被进一步放大。

综上，从表面看，雪球结构收益凭证是证券公司的一种以债权债务关系为基础的融资工具，但实际上根据其运作模式，这更像是一种内涵投机的金融衍生品，那么面对这种复杂的金融产品，确在非机构投资者投资者的情况下，显然不能简单地只用一般的契约规则来规制交易双方，在投资者对证券公司承诺的受益方数与产品实际运行的收益模式理解上存在较大偏差的情况下，也更容易引发道德风险。

4. 雪球结构收益凭证中的法律问题

传统意义上，一个金融产品的法律关系主要体现在民事交易和行政监管两个方面，故延续前文以“人”为视角的分析方法，可以从监管者、投资者、销售者三方提示风险，有助于明确各方权利义务。

4.1. 产品监管

从 2013 年证监会发布《证券公司债务融资工具管理暂行规定》(征求意见稿，以下简称“《征求意见稿》”)首次明确了收益凭证的定义，到 2014 年证监会为了促进收益凭证业务开展，发布了《证券公司开展收益凭证业务规范(试行)》(征求意见稿，以下简称“《业务规范征求意见稿》”)，再到 2019 年证监会要求对证券公司收益凭证类业务开展进行评估和监测，直到近期证监会提示风险，“雪球”正如其名，除了能给投资者和证券公司带来滚雪球般的利益，也受到了证监会以及中国证券投资基金业协会(以下简称“中基协”)等监管主体的密切关注，以防止雪球越滚越大造成“雪崩”。在刚兑被打破的大背景下，非本金保障型产品出现了灵活多样的态势，雪球结构收益凭证不必然浮出水面，而是作为底层资产被裹挟在各类信托计划、资管计划以及私募基金等产品中，普通投资者更加难以识别。未来自带“期权”属性的雪球结构收益凭证也许会被归为“类场外期权”业务进行规制，也许更可能的是，继续作为非本金保障型收益凭证接受更全面的监管。

就雪球结构收益凭证本身来说，中基协曾针对收益凭证业务提出明确规范，证券公司若没有场外期权交易商资质就不能发行内含期权的非本金保障型收益凭证，指的是没有资质的证券公司不能将收益凭证挂钩期权类标的，具备相关资质的证券公司在开展相关业务时应当遵从证监会关于场外期权业务的规定和其他法律法规，证券公司因发行非本金保障型收益凭证而需要进行风险对冲的，必须与一级交易商进行，不得私自进行交易或与一级交易商进行场内个股对冲交易。可以看出，从监管对非本金保障型收益凭证以及与期权挂钩保持着非常谨慎的态度，或者说，收益凭证的债权属性是不能被突破的。作为非本金保障型收益凭证中较为灵活的“雪球”结构来说，其特点就是设定了一个敲入水平，在存在安全垫的情况下，为投资者设定了一个最大的损失区间，市面大多为 65%~80%，但是目前并没有明确规定安全垫必须存在，市面上在介绍包含雪球结构收益凭证的产品时也并未统一，在较早出现“雪球”类产品的其他国家，如韩国，敲入水平可以下浮至本金的 50%。那么理论上下浮的区间可以达到 100%，如果仍然要保证雪球结构收益凭证是一种债权融资工具而非一种风险巨大的投机衍生品，那么是否不应让下浮区间成为监管真空，或对敲入水平划定底线，或明确安全垫的使用，或根据敲入水平的下浮对证券公司和投资者进行更加严格的要求。

就产品宣传销售来说,《业务规范征求意见稿》允许证监会认可的其他机构对收益凭证进行代销,但目前并没有文件表明存在允许其他机构可以代销该类产品,但是除了规定的几种销售渠道,在支付宝和天天基金的高端理财中就存在过对“雪球”的介绍和售卖,也存在此类产品通过微信公众号等第三方平台进行推介的情况,在短视频平台上不少推介账号以“收益颇丰,胜算极高”,“稳赚不赔”为标题博人眼球,很可能违反证监会对收益凭证类产品不得夸大销售宣传,不得变相公开销售¹的规定。

4.2. 投资者适当性

投资者适当性的制度内涵表现为金融产品的发行人在确定了产品内容和目标投资者后,将产品推介和销售给具有相当的风险识别能力与风险承担能力的投资者[3]。雪球结构收益凭证作为针对特定对象非公开发行的收益凭证,在《业务规范征求意见稿》中规定了投资在柜台市场发行的收益凭证起点为单个投资者100万,证券公司可以根据产品风险等级调高准入门槛,投资者在投资包含雪球结构收益凭证的信托、资管和私募的产品,应当同时满足收益凭证要求,但目前并无更多关于收益凭证类产品的投资者要求。根据证券公司适当性义务及相关规定,除最基本的不得进行虚假宣传和隐瞒信息,证券公司应当对投资者进行明确的风险提示并根据投资者的风险承担能力推介产品,此外证券公司在推介如雪球结构收益凭证一类较为复杂的金融产品时还应当清楚地向投资者进行说明,包括初始投资额,产品对挂标的,敲出敲入水平,安全垫,观察期、日以及封闭情况等等产品关键细节,应向投资者明确提示产品可能出现的损益情况。

若满足投资者合格以及金融机构履行了适当性义务,“卖者尽责,买者自负”,皆大欢喜,但实际上由于合格投资者标准的模糊以及金融机构义务履行的懈怠,投资者风险承受能力与产品实际风险不匹配,金融机构宣传销售违法仍然不是小概率事件。2019年11月最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》,在“关于金融消费者权益保护纠纷案件的审理”中明确了金融机构的投资者适当性义务,并且规定在金融机构未履行投资者适当性义务时,有关金融消费者有权主张损害赔偿,赔偿责任的范围涵盖本金和利息[4]。首先,目前市面上的雪球结构收益凭证经过监管备案属于证券公司正常业务范围,接受金融监管部门的监管,应属合法;其次金融机构应当采用现有的办法,针对投资者的风险识别以及风险承担能力进行评估,不向评估级别低于产品风险级别的投资人销售高风险产品。所以,在目前的情况下,投资人应当对投资雪球结构收益凭证或包含该类收益凭证的产品采取审慎态度,在全面了解产品的损益情况以及可能的法律风险后再决定是否进行购买,并在购买产品的沟通过程中保留好各类凭证;而证券公司也应注意到,在产生法律纠纷时,除考察投资者是否自愿外,根据适当性义务的要求,如果经审查证券公司并未在区分普通产品与具有高市场风险上以及投资者是否充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险尽责,则可能被认为在签订合同中存在缔约过失行为或者违约责任[5]。

4.3. 证券公司风险管控

在监管模糊却高压的情况下,证券公司随时有面临政策变动的法律风险;《业务规范征求意见稿》第八条规定的证券公司发行收益凭证的条件对于想要发行雪球结构收益凭证的证券公司来说并不高,但对于此类产品存在较高风险的情况,证券公司一旦违反风险管控的法律要求,很可能会被加以行政处罚。《业务规范征求意见稿》第四章内部控制指出证券公司应对收益凭证采取有针对性的风险管理措施,防范业务风险,具体来说,比如证券公司在同时销售多个雪球结构收益凭证时,应根据风险控制合理安排敲入和敲出水平,避免多个产品的观察日发生重叠或非常临近;在触发敲入、敲出事件或投资者很有可

¹《证券公司开展收益凭证业务规范(试行)》(征求意见稿)第二十四条: [非公开发行]证券公司应当向具备一定风险识别能力的投资者发行和转让收益凭证,不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。每期收益凭证的投资者不得超过两百人。

能面临亏损的情况下，应按照实际情况，及时有效地向投资者进行提示，以便投资者及时做出反应；再者如证券公司应就公司以及产品重大事项向投资者进行及时披露和说明，定期对产品管理人员开展政策学习和风险培训等等。

5. 结语

通过对雪球结构收益凭证进行分析，理清了此类复杂金融衍生品的内在逻辑和法律风险，而雪球结构收益凭证也只是金融衍生品创新和金融发展的一个缩影，其提示我们仍要注意在金融产品创新中对金融产品按照其实质进行分类，金融产品名称设计或其宣传介绍应能够较为直观地反映金融产品的主要特征且不互相矛盾，避免对金融消费者产生误导；销售方应向购买产品的金融消费者如实披露产品的运作规律，而不是仅仅就投资收益的利率与分配方式进行说明，不应过分美化产品收益的实现或对产品存在的交易风险避重就轻。在未来，针对如“雪球”一类名称奇异且内涵多种法律关系的金融产品，投资者和监管者仍应秉持审慎态度，销售者应当尽职履责。

参考文献

- [1] 吕博, 梅贞. 当前结构化金融产品发展及影响[J]. 银行家, 2021(9): 98-100.
- [2] 唐嘉伟. 雪球结构性产品评述及启示[J]. 银行家, 2021(5): 112-114+7.
- [3] 陈颖健. 私募资管产品募集规则法律问题研究[J]. 上海金融, 2019(9): 51-57.
- [4] 董彪. 金融衍生品风险与责任配置的法律分析——以“原油宝”事件为例[J]. 南方金融, 2020(9): 91-99.
- [5] 韩天岚. 强监管背景下私募基金法律问题研究[C]//《上海法学研究》集刊(2019年第17卷总第17卷)——上海国际经济贸易仲裁委员会文集. 上海: 上海市法学会, 2019: 175-179.