

DOI:10.19684/j.cnki.1002-4603.2026.06.006

利用FOF基金提供场外配资的刑事规制

文/周慧琦

【裁判要旨】 行为人将从出资方处获取的配资及用资方交纳的保证金，通过实际控制的公司发行私募基金产品并下投至用资方实际控制的私募基金产品的方式，最终提供给用资方进行证券交易，从中获取固定息差，且并不承担投资风险的，属于利用FOF基金模式提供场外配资，系非法从事证券融资业务，情节严重的，构成非法经营罪。

□案号 一审:(2023)沪01刑初111号

【案情】

公诉机关:上海市人民检察院第一分院。

被告人:李某、蒋某某、葛某某。

2015年至2022年,被告人李某、蒋某某在没有证券融资融券业务资质的情况下,利用分别实际控制的公司,安排被告人葛某某等业务员招揽客户,从客户处收取保证金后,以出借个人证券账户、利用FOF等业务模式,以1:1至1:15不等的杠杆比率为客户配资买卖证券,赚取息差直至案发。李某、蒋某某二人除共同募集资金、招揽客户外,李某主要负责基金运营等业务,蒋某某主要负责财务、风控等业务。其间,被告人李某、蒋某某以出借个人证券账户模式提供场外配资2.6亿余元用于证券交易,收取保证金1.2亿余元,息差487万余元;以FOF模式提供场外配资4.8亿余元,收取保证金1.1亿余元,息差656万余元。其中,被告人葛某某作

为业务人员,参与出借个人证券账户模式场外配资636万元,收取保证金162万元,息差5万余元;参与FOF模式场外配资4.7亿余元,收取保证金1.1亿余元,息差649万余元。

2022年9月8日,被告人蒋某某在住所地被公安机关传唤到案,到案后如实供述主要犯罪事实。2023年1月19日,被告人李某被公安机关抓获,到案后未如实供述,庭审过程中逐步供认主要犯罪事实。2023年4月9日,被告人葛某某被公安机关抓获,到案之初未予供认,后又如实供述主要犯罪事实。

【审判】

上海市第一中级人民法院经审理认为,被告人李某、蒋某某,伙同被告人葛某某等人,违反国家规定,未经国家有关主管部门批准,非法经营证券业务,扰乱市场秩序,其行为均已构成非法经营罪,情节特别严重。李某、蒋

某某在共同犯罪中起主要作用,系主犯;葛某某起次要作用,系从犯,依法予以减轻处罚。蒋某某、葛某某到案后分别如实供述主要犯罪事实,依法予以从轻处罚。李某当庭表示认罪,酌情从轻处罚。三名被告人退缴部分违法所得,酌情从轻处罚。综合考虑上述情节和各自被告人的具体地位、作用,对李某以非法经营罪判处有期徒刑6年,并处罚金600万元;对蒋某某以非法经营罪判处有期徒刑5年6个月,并处罚金550万元;对葛某某以非法经营罪判处有期徒刑1年9个月,并处罚金100万元。

一审宣判后,三名被告人均未上诉,案件现已生效。

【评析】

FOF基金,即“基金中的基金”,是一种专门投资于其他证券投资基金的基金,通过持有其他证券投资基金而间接持有股票、债券等证券资产。依法设立的FOF基金是一种承担市场风险

案例

的金融工具。本案的主要争议焦点在于,利用FOF基金提供场外配资是否符合证券法上的证券融资业务特征,进而是否构成非法经营罪。对此主要有两种意见:

第一种意见认为,该模式下的场外配资行为不符合证券融资业务特征。主要理由如下:其一,2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》第86条规定的场外配资业务仅限于利用互联网信息技术搭建的二级分仓功能下游离于监管体系之外的融资业务平台,而本案中的FOF基金不存在分仓设计、利用互联网融资平台等,也未赋予配资人强制平仓权;其二,相比传统的场外配资,FOF基金中的母、子基金均在监管范围之内,规模和监管相对可控,且子基金投资证券种类高度分散,直接影响股票价格的风险很小,不具有刑法第二百二十五条第(三)项所防范的法益侵害性。

第二种意见认为,该模式下的场外配资行为符合证券融资业务特征。主要理由如下:其一,本案形式上是FOF基金,但收取保证金并对外承诺保本付息,违背了私募基金“不得承诺本金不受损失或承诺最低收益”的基本要求,并非合法的FOF基金业务;其二,本案FOF基金采取了设定风控线、要求用资方补充保证金、赎回子基金等风控措施,具有一定的市场危害性,符合证券融资业务的特征,本质是以FOF私募基金包装场外配资的行为。

笔者赞同第二种意见,具体分析如下。

一、FOF基金配资业务的运作模式

本案中被告人李某等人实施的涉

案业务并非将其控制的私募基金投资于其他基金,承担市场风险并获取不确定的投资收益,而是从用资方处收取保证金,从出资方获取配资,以FOF基金形式下投用资方所实控的子基金,供用资方用于证券交易,从中获取固定息差,并不承担投资风险,其本质上属于以FOF基金的形式提供场外配资。

(一) FOF基金配资业务的资金流向

FOF基金配资业务涉及三类主体,即用资方(在FOF基金模式中实际控制或投资子基金)、配资方(在FOF基金模式中实际控制母基金)和出资方。资金流转过程大致包括入金、维护和出金三步。其经营模式大致可以概括为出资方用配资额和保证金投资母基金,母基金再投资子基金,最后子基金在证券市场中进行投资。

具体到本案,被告人李某、蒋某某在未取得融资融券业务资质的情况下,共同出资设立涉案公司作为配资平台,该公司具备基金牌照并设立涉案母基金。被告人李某先为用资方协调寻找出资方进行杠杆配资,这一配资另外要求配资平台与用资方之间签订借款合同。用资方作为资金需求方,通过私下银行账户向平台支付保证金,打入被告人蒋某某提供的个人银行卡中,而后由被告人蒋某某将保证金转入出资方账户中。接着,出资方和配资平台签订基金认购合同并向平台名下母基金账户付款,即以保证金和杠杆配资认购母基金产品,母基金产品再以配资资金连同保证金认购用资方指定的子基金产品。在投资经营过程中,用资方根据借款协议按月向配资平台支付固定比率

的利息和管理费,转入被告人蒋某某指定的个人银行卡中。

(二) FOF基金配资业务的获利机制

FOF基金配资业务不同于一般的私募FOF基金,涉案母基金并不收取额外的交易佣金。在用资方子基金业务结束后,配资平台先用母基金赎回子基金对应份额,再通知出资方赎回母基金的对应份额。出资方得到赎回的资金后,扣除自身出资的配资,向配资平台返还盈余部分。而配资平台再留存盈余部分中的利息,将剩余的盈余部分由配资平台控制的个人账户直接转入用资方名下的银行卡中。若出资方需要提前赎回投入母基金中的资金,则配资平台经过第三方托管人员以本金加利息的金额测算对应赎回的母基金份额,将资金先放入母基金的托管账户中,最终回流出资方的付款账户。其中,配资平台向用资方收取的年化利率一般在10%-12%,合同管理费为固定金额;配资平台向出资方支付的年化利率则在9%-11%上下。因此,配资平台的获利主要来源于向用资方收取和向出资方支付的利息差。

(三) FOF基金配资业务的风控措施

在FOF基金配资业务中,绝大部分的子基金风险控制模式都为“净值风控”,即通过计算产品净值的方式进行。母基金的净值是每天或每隔数天登陆托管账户进行查看,仅有小部分子基金的经营状况可以通过登陆账户进行实时监测,而大部分子基金的净值则只能依赖基金管理人发送的子基金账户持仓和截图进行管理。为了保障子基金不出现大额亏损,配资平台每天

仍然会汇总风控员的报表数据,并在借款合同中约定警戒线和平仓线;如若到达警戒线后用资方未及时补仓,或亏损达到平仓线,配资平台可以采取“平仓”措施。但在净值风控模式下,配资平台的“平仓”措施为要求子基金赎回份额进行清算,无法对子基金进行强制平仓。

(四) FOF基金配资业务与个人账户配资业务的异同

FOF基金配资业务与传统个人账户配资业务都是以配资平台为资金通道提供场外配资,且配资平台的获利都为借款的利息差。最大区别在于,前者可以采取的风控力度小于后者,对用资方的监管也较为滞后。具体而言,个人账户配资业务因全部采取“密码风控”措施,配资平台能够实时监控总资产,并及时采取强制平仓手段维持担保比例,而FOF基金配资业务的对于用资方作出的担保不享有处分权,而仅享有请求权。基于风控方式缺乏强制性与及时性、基金投资相对分散等特点,FOF基金模式的配资对证券交易价格的影响较小,给证券市场带来的风险也相对较小。

二、FOF基金配资业务符合证券融资融券业务特征

根据证监会2015年发布的《证券公司融资融券业务管理办法》规定,融资融券业务是指“向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出,并收取担保物的经营活动”。从上述定义可以看出,证券融资融券业务的核心

包括:一是向客户出借资金供其进行证券交易;二是通过收取担保物等方式保证融资不受损失。^①

首先,FOF基金配资业务满足“出借资金进行证券交易”要素,即配资平台为用资方从出资方处以约定的杠杆比例提供配资,按照配资额为基数向用资方收取利息,对出资方承诺保本付息,从中赚取息差。具体到本案,被告人将FOF基金产品所配资金下投至用资方指定且实控的子基金,由子基金在证券市场中进行投资,其实质仍为出借资金进行证券买卖,并且具有明显的杠杆特征。其次,关于融资融券业务“收取担保物”要素的认定,虽然证券公司与客户之间往往约定采取强制平仓措施处分担保物,但对于是否存在“担保物”不应单纯以“强制平仓”的约定进行判断,而应当实质判断提供融资方所采取的风险控制措施是否能够起到担保的作用。在FOF基金配资业务中,配资平台向用资方事先收取保证金,明确承诺固定收益。虽然限于FOF基金的交易模式,难以采取强制平仓子基金证券账户的方式进行风控,但可通过计算产品净值的方式进行风控,并采取了设定风控线、要求用资方补充保证金、赎回子基金请求等风控措施,在一定程度上使得用资方支付的保证金起到担保的作用。子基金在股票市场的投资损益,不影响母基金及出资方的固定收益。因此,以FOF基金模式提供场外配资仍具备证券融资特征。

三、FOF基金配资业务构成非法经营罪

本案被告人的行为虽形式上采用FOF基金模式,但实质系非法从事证券融资的场外配资行为,构成非法经营罪。

(一) FOF基金配资业务违反证券法规定

根据刑法第二百二十五条规定,非法经营行为要求“违反国家规定”,因此某一行为若构成非法经营罪首先要具有行政违法性,需参照前置法律、法规的具体规定。^②2019年修订的证券法第一百二十条明确将“证券融资融券”业务纳入“证券业务”范畴,该条第四款规定,“除证券公司外,任何单位和个人都不得从事证券承销、证券保荐、证券经纪和证券融资融券业务”。纵观我国证券市场开展融资融券业务的历程和相关法律条文的修订,融资融券业务从部分证券公司试点开展到经专门审批逐步扩大试点范围,其作为证券市场的主要信用交易方式和证券经营机构的核心业务之一,依法属于国家特许经营的金融业务,未经依法核准,任何单位和个人不得非法从事配资业务。

FOF基金配资业务对外承诺保本付息,完全违背了2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令第105号)第15条对私募基金“不得承诺本金不受损失或承诺最低收益”的基本要求,并非合法的FOF基金业务。被告人李某、蒋某某等人利用其控制的

^①刘欢逸:“场外配资的刑法规制研究”,载《犯罪研究》2022年第2期。

^②蒋铃:“刑法中‘违反国家规定’的理解和适用”,载《中国刑事法杂志》2012年第7期。

案例

公司发行私募基金产品，并下投至用资方控制的私募基金，从成立母基金接受出资方资金到母基金投资用资方子基金均明确约定固定收益，母基金及出资方并不承担私募基金的投资风险。本质上仍是以优先级安全资金和劣后级风险基金在同一证券账户中进行组合而后交易，以此实现动态担保，与传统的场外配资并无不同，违反了证券法第一百二十条第（五）项规定，系未经国家有关主管部门批准非法经营证券业务，符合非法经营罪的构成要件。

（二）被告人具有非法经营证券融资业务的主观故意

非法经营罪的主观方面是故意，被告人对违反国家规定、属于经营行为、会扰乱市场秩序有认识而且希望及放任结果的发生。被告人是否明知自己的行为违反国家规定，应结合其所经营的物品、非法提供的证明文件等的性质，以及被告人的知识水平、经营经验，是否受过行政处罚判断。^①

本案被告人长期从事场外配资业务，通过出借个人证券账户模式提供场外配资，从中赚取用资方与出资方的利息差。在新修订的证券法将融资融券业务明确规定为证券公司一般持证业务后，被告人明知监管机构从严查处经营性、规模化的场外配资活动，选择逐步清退个人账户而转向FOF基金模式继续经营，也是出于掩护、包装场外配资的目的，规避证券监管，具有非法经营的主观故意。

（三）本案达到情节特别严重标准，且具有处罚必要性

根据刑法第二百二十五条，非法经营罪的成立以情节严重为前提，对于本罪的情节评价，主要是计算行为人的非法经营数额和违法所得数额，实践中存在以保证金和承诺配资金额计算，或以证券市场中的交易金额计算，也有以配资总额计算的做法，但都是以与非法经营获利相关的资金作为犯罪数额。笔者认为，鉴于配资方以配资额为基数向盘方收取利息，赚取息差，故应以配资额认定为本案犯罪数额的依据，盘方支付的保证金数额和证券交易金额不应计入。关于违法所得，则以配资方所获取的固定息差或佣金计算。具体到本案，被告人以出借个人证券账户模式提供场外配资2.6亿余元用于证券交易，息差487万余元；以FOF模式提供场外配资4.8亿余元，息差656万余元。2022年最高人民检察院、公安部发布《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》第71条规定，非法经营证券等业务，数额在100万元以上，或违法所得数额在10万元以上，达到立案标准。对于情节特别严重的标准目前虽无相关规定，但参考部分非法经营罪规定的“情节严重”与“情节特别严重”间的倍数关系，即3倍或5倍，本案仍可定性为“情节特别严重”。

此外，非法经营罪的法益是特许经营的市场秩序，^②判断违反行政管理有关规定的经营行为是否构成非法经营罪，应当考虑该经营行为是否属于

严重扰乱市场秩序。近年来，场外配资的形式越发隐蔽，实践中存在大量通过FOF基金进行场外配资的情形。FOF基金配资业务对证券市场短期个股价格波动产生的影响可能较小，但鉴于相关配资具有杠杆资金的特征，盲目扩张了资本市场信用交易的规模，容易引发踩踏或连锁反应，大幅度增加金融系统性风险。在FOF基金配资业务中，用资方选择交易的个股也未必属于融资交易标的，融资交易更为隐蔽，脱离了证券交易的日常监管，用资方并非完全自主决定配资的使用期限，配资的被动性赎回也不当加大证券市场的风险，故该行为对证券市场的交易安全具有危害性，更为操纵证券市场犯罪等诸多金融犯罪的滋生推波助澜。

最后，对FOF基金配资业务予以打击存在刑事政策上的必要性。2021年，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》指出：“要依法严厉打击非法证券活动，加强场外配资监测，依法坚决打击规模化、体系化场外配资活动。”我国的证券市场政策对融资融券业务持审慎开放的态度，对于经营性、规模化的场外配资行为更是持否定态度。对FOF基金配资业务进行刑事规制，符合依法从严打击证券违法活动的刑事政策，有利于实现遏制重大金融证券犯罪案件频发态势、守护资本市场安全的目标。



（作者单位：上海市第一中级人民法院）

①周光权：《刑法各论》（第四版），中国人民大学出版社2021年版，第204页。

②陈兴良：“非法经营罪范围的扩张及其限制——以行政许可为视角的考察”，载《法学家》2021年第2期。