

资本市场操纵行为认定的 欧盟经验与启示

刘春彦* 林义涌**

摘要:欧盟通过修正其资本市场法规填补了新型资本市场操纵行为在监管立法中的漏洞,统一且优化了欧盟范围内资本市场操纵行为的认定规则。本文介绍分析了欧盟所构建的一套以类型化定义为核心、操纵行为征兆及实例为补充、安全港规则与豁免条款为例外的多层次资本市场操纵行为认定规则,并从中提炼出具有欧盟特色的立法经验。我国应借鉴欧盟经验,从规范体系化、内容精细化与结构科学化三方面加强资本市场操纵行为认定规则建设。

关键词:市场操纵行为 认定规则 类型化定义 操纵行为征兆 欧盟经验

随着算法和高频交易迅猛发展、金融产品深度创新与场内外市场互联互通,“资本市场的结构变革在丰富市场交易策略的同时也推动着市场操纵

* 同济大学法学院副教授,硕士生导师。

** 同济大学法学院硕士研究生。

行为的演进”。〔1〕2008年,伦敦银行间同业拆借基准利率(LIBOR)操纵丑闻揭露了作为金融产品定价基础的基准利率(Benchmark)被操纵以扰乱市场的冰山一角。2010年美股“闪崩”(the flash crash)震荡市场,引发了监管机构与市场对高频交易技术在内的新型操纵手段的广泛关注。日趋自动化、技术化与复杂化的资本市场操纵行为逾越了监管能力,其所带来的监管漏洞侵蚀了市场监管的有效性。

为应对市场操纵领域内出现的挑战,多国和国际组织陆续对资本市场制度进行了深入改革。继美国于2010年推出《多德-弗兰克法》改革积弊后,欧盟亦通过修正其资本市场法规与颁布一系列措施加强了对资本市场的干预和监管。〔2〕2011年10月21日,欧盟发布了针对2003年《反市场滥用指令》(Market Abuse Directive, MAD)〔3〕的修订草案,旨在强化市场完整性与投资者保护。在历经广泛质询后,欧洲议会与欧盟理事会于2014年4月16日正式通过该草案,形成了《反市场滥用条例》(Market Abuse Regulation, MAR)。〔4〕《反市场滥用条例》于2016年7月3日起直接适用于所有欧盟成员国,取代旧法成为欧盟监管市场操纵、内幕交易、非法披露内幕信息等市场滥用行为的综合性立法。《反市场滥用条例》调整了欧盟市场滥用的监管框架,并修订了市场滥用监管范围、认定规则、行政执法与制裁等方面的内容。其中关于市场操纵行为的认定规则经修订后分为框架性规定和配套实施细则两个层次:前者为《反市场滥用条例》中关于市场操纵行为认定的一般规定;后者为欧盟委员会2016年先后授权颁布的《关于市场操纵行为征兆(Indicators of manipulative behaviour)等补充条例》〔5〕(以下简称《补充条例》)、《回购计划与稳定措施(Buy-back programmes and Stabilisation)实施条例》,〔6〕以及《公认市场惯例(accepted market

〔1〕 杨松、石启龙:《市场操纵本质的新认知及监管制度创新》,载《江西社会科学》2019年第3期。

〔2〕 参见主力军:《欧盟与德国资本市场法研究》,上海社会科学院出版社2018年版。

〔3〕 Market Abuse Directive No. 2003/6/EC.

〔4〕 Market Abuse Regulation No. 596/2014.

〔5〕 Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522.

〔6〕 Commission Delegated Regulation (EU) 2016/1052.

practice) 实施条例》^[7] 对前者的细化规定。

欧盟通过上述立法建构了一套体系完备、层次分明且直接适用于欧盟各成员国的市场操纵行为认定规则,深刻影响着欧盟范围内针对市场操纵行为的监管立法、执法与司法。我国虽与欧盟在资本市场结构、制度环境和发展程度上存在差异,但在强化市场监管与保护投资者的立法目的上存在共识,亦能从欧盟资本市场制度的立法实践中汲取经验。本文拟从市场操纵类型化定义、操纵行为征兆及实例、安全港规则与豁免条款三方面研究欧盟对资本市场操纵行为认定的立法经验,以期为我国完善资本市场操纵行为相关立法提供有益启发。

一、欧盟认定市场操纵行为的核心规则:类型化定义

欧盟以一般性描述的方式对不同类别的市场操纵行为进行概括性定义,并在后款列举若干示例对概括性定义进行补充说明,形成了独具特色的市场操纵行为类型化定义。根据《反市场滥用条例》第 12 条的规定,可将市场操纵行为划分为交易型、策略型、散布虚假信息型和基准利率型市场操纵行为四种类型。

(一) 交易型市场操纵行为

交易型市场操纵行为(manipulating transaction)是指发出或可能发出关于金融产品^[8]供需或价格的虚假或误导性信号、使或可能使一种或多种金融产品的价格处于异常或人为水平的交易、下单或其他行为。

该类操纵行为表现为操纵者通过交易行为人为扭曲金融产品供需或价格状况,具体又可细分为虚假或误导性交易(false or misleading transactions)与价格凝固(price securing)两种形态。虚假或误导性交易是指交易行为本身作为一种“虚假或误导性信号”,其他市场参与者接收到该信号后将产生对金融产品的供需或价格虚假或误导性印象,进

[7] Commission Delegated Regulation (EU) 2016/908.

[8] 本文所述金融产品包括金融工具、相关现货商品合约和基于排放配额的拍卖产品。

而影响相应的投资决策。这种虚假或误导性信号可能是真实交易活动中的某种特殊的买卖方式。例如,《反市场滥用条例》补充的操纵行为示例——在开盘或收盘时买卖金融产品,误导或可能误导投资者根据开盘或收盘价行事的特定时段内交易;也可能是一种使一般投资者误认为存在实际的交易,但实际上该交易并未发生的虚假交易方式,如不转移实际所有权的洗售(wash sale)。而价格凝固则是指交易行为将金融产品价格锁定在“异常或人为水平”。这种异常或人为水平的价格通常表现为偏离正常范围的价格,但“市场供求的正常运作也可能产生价格或高或低偏离正常交易范围的现象”,^[9]因而仅有价格异常的表征并不足以认定为价格凝固,还须上溯到引发价格异常的人为操纵因素。因此是否存在“锁定”这一人为因素就成为认定价格凝固的关键。根据《反市场滥用条例》补充的示例——行为人单独或合谋实施以谋求金融产品供需的控制性地位,具有或者可能具有直接或间接地凝固买卖价格、产生或可能产生其他不公平交易条件影响的行为——因此锁定在操纵语境下被理解为对市场供需或价格的控制力。

当前自动化交易广泛应用于市场,其在增加市场流动性、提高市场质量和效率的同时,^[10]也可能放大市场波动、诱发滥用速度优势的操纵行为,甚至引发系统性风险。为此欧盟出台了《金融工具市场指令 II》(MiFID II)^[11]对包括算法和高频交易在内的广泛的自动化交易进行监管,但对于算法和高频交易中的某些操纵性策略,欧盟则将其纳入《反市场滥用条例》中予以针对性监管。通过补充的操纵行为示例,《反市场滥用条例》明确了利用自动化交易策略实施交易型市场操纵行为的表现形式,即“通过包括电子方式(如算法和高频交易策略)在内的任何可行的交易方式向交易场所下达包括取消或修改指令在内的订单:(1)扰乱或可能扰乱、迟延或可能迟延交易场所交易系统的运行;(2)使或可能使其他人在交易场所交易系统上更难识别真实订单,

[9] 蔡奕:《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析——海外经验与比较》,载《金融服务法评论》2011年第1期。

[10] 参见刘春彦、程红星、赵雯佳:《美国期货交易委员会自动化交易最新监管政策进展及启示》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2017年卷),中国法制出版社2017年版。

[11] Directive 2014/65/EU.

包括下达导致订单簿超载或破坏订单簿稳定性的订单；(3)产生或可能产生关于金融产品供需或价格的虚假或误导性信号，特别是通过下单诱发或加剧这一趋势。并且具有虚假或误导性交易、价格凝固或欺诈交易所具有的影响之一”。上述行为是利用包括算法和高频交易在内的自动化交易技术具有的速度优势实施传统的做市、套利等交易策略，本质上仍属于交易型市场操纵行为。但自动化交易策略因其鲜明的技术特征而有别于传统表现形式，判定该类市场操纵行为的标准除“是否影响价格”之外，还包括“是否干扰交易系统、误导投资者、影响金融资产供求关系”^[12]等。上述规定确定了欧盟对滥用自动化交易策略实施市场操纵的监管法律依据，便于监管机构针对性执法，也符合强化自动化交易监管的国际趋势。

(二) 策略型市场操纵行为

策略型市场操纵行为(manipulating devices)是指使用虚假手段或任何其他欺骗形式或诡计进行交易、下单或进行任何其他行为，且影响或可能影响一种或多种金融产品的价格。

交易型与策略型市场操纵行为均涉及交易或下单，在操纵效果方面也具有相似性。但二者区别在于后者的操纵手段本身是一种欺诈，即“明知客观上能够误导或助长错误认识，并由此而实施对他人的想法产生影响的任何行为”。^[13]前述定义对操纵手段的界定采用了虚假手段、欺骗形式和诡计这些要素，强调了操纵手段的欺诈性。该类操纵手段主要体现为与传播虚假、误导性信息或投资建议相关联的交易或下单，即某些将信息手段与交易行为结合起来操纵市场价格的欺诈行为。例如，未揭示利益冲突的“抢帽子交易”——事先持有金融产品的头寸，并在未以合理且有效的方式向公众披露利益冲突的情况下，利用偶然或定期接触传统或电子媒介的机会，发表关于该金融产品（或间接关于其发行人）的意见且随后从该意见对金融产品价格产生的影响中获益的行为。该类操纵还包括通过散布虚假或误导性的利好或利空

[12] 蔡奕：《证券创新交易模式对市场监管的挑战及法律应对》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》（第11卷），法律出版社2014年版。

[13] 高基生：《德国最高法院对“抢帽子交易”案的判决及其启示》，载《证券市场导报》2006年第9期。

信息诱导投资者抬高或拉低价格,随后抛售或平仓谋利的“做多或做空型操纵”等。但从虚假手段、欺骗形式和诡计这些界定要素的宽泛概念来看,该类操纵手段远不止“将信息手段与交易行为结合”一种形态,而实际上能够涵盖更为广泛的欺诈手段。因此,也有学者认为《反市场滥用条例》对策略型市场操纵行为的规定应视为兜底条款,以涵盖不属于其他三种类型的市场操纵行为。^[14]此外,策略型市场操纵行为要求具有或可能具有引起金融产品价格波动的效果,但又不以对价格产生了实际影响为必要。换言之,只要欺诈行为具有影响金融产品价格的可能性,就足以认定为策略型市场操纵行为。

(三) 散布虚假信息型市场操纵行为

散布虚假信息型市场操纵行为(dissemination),是指在明知或应知信息是虚假或误导性的情况下,通过包括互联网在内的媒体或以其他方式散布信息的行为(包括散布谣言),且该信息发出或可能发出关于金融产品供需或价格的虚假或误导性信号、使或可能使一种或多种金融产品的价格处于异常或人为的水平。

与前两类市场操纵行为不同,散布虚假信息型市场操纵行为不涉及交易或下单,而是指一些散布虚假或误导性信息干扰投资者判断和决策的行为,其主要有4个构成要件。一是以作为或不作为方式向不特定多数投资者散布信息,散布方式包括发出明显错误的信息、故意遗漏重要事实以及故意不准确地报告信息等,散布途径包括但不限于口头、传统媒体和互联网。网络荐股、分析师荐股已经成为此类操纵的主要形式。二是散布的信息具有虚假或误导性,体现为发出或可能发出关于金融产品供需或价格的虚假或误导性信号、使或可能使一种或多种金融产品的价格处于异常或人为的水平。“真实信息也可能由于选择性披露或行为人对披露节奏的控制而产生误导性,因此也能够成为散布的对象。”^[15]三是不以产生特定操纵结果为要件,只要行为人实施了散布关于金融产品虚假或误导性信息的行为即可认定为散布虚假信

[14] 参见盛学军主编:《欧盟证券法研究》,法律出版社2005年版,第227页;余磊:《操纵证券市场罪研究》,中国人民公安大学出版社2013年版,第43页。

[15] 陈晨:《证券市场信息型操纵认定难点及监管对策研究》,载《证券市场导报》2017年第8期。

息型市场操纵行为。行为人是否进行后续交易以及是否从这些虚假信息中获得个人利益应在行政处罚和民事赔偿金额的确定方面予以考量,并非认定散布虚假信息型市场操纵行为是否成立的要件。四是行为人主观上明知或应知其散布的是虚假或误导性信息。

理论上,任何人都可以通过散布虚假或误导性信息操纵市场,但对于新闻记者来说这可能会带来无法承受的风险。^[16] 考虑到记者的职业属性且为避免干扰新闻自由,《反市场滥用条例》赋予记者一定的特权:记者以专业身份正常披露和传播信息,即便信息可能是虚假或误导性的,也不认定为构成散布虚假信息型操纵行为。但存在两种例外情形:一是记者或与其密切相关的人直接或间接地从所涉信息的披露或传播中获得优势或利益;二是所涉信息的披露或传播将误导市场上关于金融产品的供需或价格。

(四) 基准利率型市场操纵行为

基准利率型市场操纵行为(benchmark manipulation)是指当传输信息或提供输入数据的行为人明知或应知涉及基准利率的信息或输入数据是虚假或误导性的时,传输与基准利率有关的虚假或误导性信息、提供与基准利率有关的虚假或误导性的输入数据或任何其他操纵基准利率计算的行为。

这类新型市场操纵行为在伦敦银行间同业拆借基准利率操纵丑闻曝光后为世人所知悉。而后欧洲银行间同业拆借利率(EUIBOR)也被爆出操纵丑闻。这一系列基准利率操纵导致数百万亿美元的金融产品被错误定价,伦敦银行间同业拆借基准利率和欧洲银行间同业拆借利率的真实性受到广泛质疑。为重振市场信心、填补基准利率操纵方面的监管漏洞,欧盟于2012年7月以“草案修正案”的形式将基准利率型市场操纵行为的规定增补进《反市场滥用条例》草案并获得通过。欧盟据此成为首个将基准利率型市场操纵行为纳入法律规制的司法管辖区。

由于资本市场高度依赖基准利率作为衡量业绩和价值的信息工

[16] See Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case - Based Analysis*, Hart Publishing, 2008, pp. 39 - 49.

具,因此实际或企图操纵基准利率的行为会严重侵蚀市场信心,并可能给投资者带来重大损失甚至扭曲实体经济。根据《反市场滥用条例》的规定,被操纵的基准利率主要是指周期或定期向公众提供或发布的、通过应用公式或基于一项或多项基础资产的价值或价格或调查来确定的、且被作为确定金融工具应付金额或金融工具价值参考的比率、指数或数值。上述定义基本上涵盖了所有公开的基准利率,诸如信用违约互换(credit default swap, CDS)基准利率等。实践中,根据数据来源的不同,基准利率可以分为“报价提交型”和“交易数据型”。前者是根据报价行提供的估算报价进行计算形成的,如伦敦银行间同业拆借基准利率;后者则是根据实际交易数据计算得出,如WMR基准汇率。^[17]由于两种类型的基准利率在形成机制上的差异,行为人的操纵模式也有所区别。报价提交型基准利率的操纵有别于传统市场操纵行为理论,其在行为方式上无须制造真实、虚假的交易或散布虚假性、误导性信息,其在作用机制上也无须通过对投资人决策的控制就可以实现对金融工具的价格操控。^[18]而交易数据型基准利率的操纵则可能涉及操纵性交易或使用虚假手段。

上述定义列举了操纵基准利率的三种形式,包括:(1)传输虚假或误导性信息操纵基准利率本身。这些传输的信息是代表活跃市场中受竞争供需力量影响的非关联交易对手之间交易的可观察的价格、利率、指数或价值;(2)提供与基准利率有关的虚假或误导性输入数据操纵基准的数据源。这些输入数据是基准管理者用于确定基准的数据,例如一项或多项基础资产价值或价格;(3)任何其他操纵基准利率计算过程。基准利率计算是大多数基准形成的重要环节,包括接收和评估与该基准利率计算有关的所有数据以及无论是基于算法还是全部或部分基于判断的基准利率计算方法。此外,与散布虚假信息型操纵行为一样,基准利率型市场操纵行为也需要满足行为人主观上明知或应知该信息或输入数据是虚假或误导性的前提。

[17] WMR 基准汇率又名“London 4pm Fix”,其根据来自不同外汇交易场所的交易数据计算得出,并由 Word Market Company 和路透社在伦敦时间下午 4 时发布。

[18] 参见王越:《LIBOR 操纵案的刑法学反思——试论市场操纵犯罪的新类型:基准操纵》,载《政治与法律》2015 年第 12 期。

二、欧盟认定市场操纵行为的辅助规则:操纵行为征兆及实例

类型化定义是识别认定市场操纵行为的核心规则或标准,但其构成要素的宽泛概念不利于执法机关的准确理解与具体运用。为便于监管机构和市场参与者把握定义内涵,在实践中更好地判别交易或下单是否构成市场操纵行为,欧盟引入了一系列辅助认定标准:

一是操纵行为征兆(以下简称征兆),^[19]指“异于正常交易行为的操纵行为迹象或表征,能够暗示可能存在的市场操纵行为”。^[20]《反市场滥用条例》附件一列举了7项涉及“虚假或误导性信号和价格凝固”(交易型市场操纵行为)和两项涉及“使用虚假手段或任何其他形式的欺骗或诡计”(策略型市场操纵行为)的征兆,但未涉及散布虚假信息型和基准利率型市场操纵行为。征兆并非市场操纵行为的构成要件,其本身也不一定构成市场操纵行为,只是为监管机构认定查处市场操纵行为提供辅助的依据。而且“这些征兆应结合执法者的主观裁量以判断操纵行为是否成立,符合的征兆越多,其构成市场操纵行为的概率就越大”。^[21]二是实例(examples of practices),^[22]是征兆的具体化,表现为实践中典型的操纵手段或情形。三是附加征兆(additional indicators),与征兆并无本质区别,但仅在其所对应实例的情境下加以考虑。作为征兆的补充,《补充条例》在各项征兆下列举了若干实例,并给大部分实例配置了相应的附加征兆。这二者本身亦不一定构成市场操纵行为,仅供监管机构在个案基础上加以考量。而且这些实例和附加征兆并非穷尽列举,欧盟证券与市场管理局(ESMA)将根据市场、技术发展情况适时更新。此外,实例与其所对应的征兆之间具有非

[19] 与征兆相关的内容最早规定在欧盟委员会2003年11月22日颁布的《关于公开披露内幕信息的定义和市场操纵的定义的指令》(2003/124/EC)第4~5条。

[20] 唐洪敏:《欧盟关于市场操纵的定义及其特点》,载《证券市场导报》2005年第8期。

[21] 同前注[9]。

[22] 与实例相关的规定可以追溯至欧洲证券监管委员会2005年5月发布的《第一套指导意见》(CESR/04/505B)所列举的一些可能构成市场操纵行为的案例。

限制性关联,即一项实例可能会重复出现以说明其所对应的多项征兆。相应地,这种非限制性关联也适用于附加征兆与其所对应的实例之间。

(一) 涉及虚假或误导性信号和价格凝固的征兆及实例

1. 交易或下单占金融产品日交易量重大比例

日交易量占比是考察行为人价格影响能力的重要因素。根据《补充条例》的规定,用以说明该征兆的实例包括:

(1)首次公开募股后的欺诈交易(colluding in the after-market of an IPO),指在配售后串通多方在二级市场买入金融产品,以将该金融产品价格拉抬至人为水平并引发其他投资者交易兴趣。该实例通常涉及股票首次公开发行后即时进行的交易,行为人将股票价格拉抬至高位以吸引其他投资者加入交易。根据《补充条例》的规定,用以说明该实例的附加征兆有两项:一是异常集中的交易或下单;二是在开盘或收盘时除增加交易价量外没有其他明显理由的交易或下单。

(2)创建地板价或天花板价格(creation of a floor, or a ceiling in the price pattern),在交易中设置金融产品价格涨跌限制条件。例如,发行人或其控股股东为避免价格变动对其股票或信用评级造成负面影响而设置价格涨跌幅限制。但涉及回购计划或稳定措施的交易须进行合理且必要的价格限制,因此,该实例应区别于这类合法交易。该实例的附加征兆有5项:一是在相关衍生品或可转债的发行、可选择赎回或到期前的数天内,对价格有或可能有增减或维持作用的交易或下单;二是对当日或某一时段的加权平均价格有或可能有增减作用的交易或下单;三是具有或可能具有将基础金融产品价格维持在低于或高于执行价格的交易或用于确定到期日相关衍生品交割执行价格或其他因素影响的交易或下单;四是具有或可能具有改变基础金融产品价格,使其超过或未达到在到期日确定相关衍生品交割执行价格或其他因素影响的交易;五是当该价格在计算保证金要求时被用作参考或决定因素时,具有或可能具有改变金融产品结算价格影响的交易。

(3)试探性订单(ping orders),指下达小额订单以窥探隐藏订单深度,特别是评估处于暗池中的订单。试探性订单的发起方在极短时间内提交和取消大量小额订单,以诱使其他市场参与者对该试探性订单

作出反应,并在此过程中试探出其他市场参与者的交易意图(如拟交易的价格或数量)。由于大多数试探性订单在执行前被撤销,因此发起人能够以极低的代价获得价值不菲的信息。

(4)网络钓鱼(hishing),指下达一个或一系列交易订单以发现其他参与者的订单信息,然后利用获得的信息下单交易。

2. 持有大量头寸者进行的交易或下单导致该金融产品价格重大变化

具有头寸规模优势的行为人进行的交易造成价格剧烈波动,是一种典型的操纵行为表征。除前述首次公开募股(IPO)后的欺诈交易之外,用以说明该征兆的实例主要出现在跨市场操纵中,包括:

(1)滥用挤压(abusive squeeze),指利用在金融产品供需或交割机制上占据支配地位的影响力,扭曲或可能扭曲其他对手方为履行义务必须接受的交割、提货或者迟延交割价格。滥用挤压也被称为市场力量型操纵,其行为逻辑是通过对金融产品头寸、现货供应的物理控制与期现货交割机制来实现操纵目的。^[23] 此处的滥用挤压应理解为广义上的挤压,具体又分为囤积和狭义的挤压两种类型。

(2)交易场所间操纵(inter-trading venues manipulation),指在某一交易场所场内或场外交易金融产品以便不正当地凝固在另一交易场所场内或场外交易的同一金融产品的价格。交易场所间操纵属于价格关联型跨市场操纵,其本质上是利用在不同交易场所上市交易的同一金融产品的价格关联性实施的操纵。但利用同一金融产品在不同交易场所交易价格的差异进行的合法套利不构成操纵。该实例的附加征兆除了前述“创建地板价或天花板价格”下所列的第一、三、四、五项附加征兆之外,还包括“无论是否是在同一交易场所进行的、当买卖价差是确定其价格的一个因素时进行的改变买卖价差的交易”。

(3)跨交易产品操纵(cross-product manipulation),指交易金融产品以便不正当地凝固同一或另一交易场所场内或场外交易的相关金融产品的价格。跨交易产品操纵也属于价格关联型跨市场操纵,但与交易场所间操纵不同,前者利用的是不同金融产品之间价格关联性实施的操纵。跨交易产品操纵可能同时涉及基础金融产品和衍生品市场,

[23] 参见钟维:《跨市场操纵的行为模式与法律规制》,载《法学家》2018年第3期。

作为操纵对象的金融产品之间仅需具备价格关联性的特征而不论是否在同一交易场所交易。例如,操纵在场内交易的金融工具价格,以影响场外交易的金融工具信用违约互换或价差合约(CFD)价格,反之亦然。该实例可以通过交易场所间操纵项下所列的附加征兆来说明。

3. 交易未改变金融产品的受益所有权

根据《补充条例》的规定,用以说明该征兆的实例包括:

(1)洗售(wash sale),指达成交易获益或市场风险不变、只在一致行动或合谋的当事方之间转移的某种交易安排。洗售是指不真正转移金融产品所有权的虚假或误导性交易,但回购交易、融资融券或其他涉及将证券作为抵押品转让的交易不构成洗售。该实例的附加征兆有3项:一是少数当事方在一段时间内异常地重复交易;二是在不减少或增加头寸规模的同时修改或可能修改头寸估值的交易或下单;三是异常集中的交易或下单。

(2)粉饰行情(painting the tape),指将下单、单独或连续交易金融产品显示在交易行情设施上,发出交易活跃或价格变动的假象。该实例的附加征兆为前述“洗售”下所列的第一、三项附加征兆。

(3)对敲(improper matched orders),指由一方或合谋的多方当事人以非常近似的数量和价格几乎同时进行交易。该实例的附加征兆除了前述“洗售”下所列的3项附加征兆之外,还包括“当订单簿的流动性或深度不足以在交易日内固定价格时,具有或可能具有固定市场价格的影响的交易或下单”。

(4)隐瞒所有权(concealing ownership),指以合谋的一方或多方的名义持有金融产品,通过违反披露持有金融工具的相关规定,隐瞒金融工具所有权的行为。该实例包括对金融产品的真实基础性持有情况进行误导性披露,但不包括有正当理由以实益所有人以外的他方的名义持有金融工具的情况,如名义持股(nominee holdings)。“少数当事方在一段时间内异常地重复交易”可用以说明该实例。

4. 占日交易量的重大比例的交易或报撤单在短期内颠倒了头寸方向,并可能与该金融产品价格重大变化有关

除前述粉饰行情、对敲外,用以说明这一操纵行为征兆的实例还包括:

(1)拉高出货(pump and dump),指持有金融产品的多头,然后进一步增持和/或散布关于金融产品的具有误导性的利好,以期诱使其他买方拉高价格,当价格处于人为高位时抛售。拉高出货的操纵对象一般是流动性较差的证券。

(2)压低吸筹(trash and cash),指持有金融产品的空头,然后进一步减持和/或散布有关金融产品的具有误导性的利空,以期诱使其他卖方压低价格,在价格下跌后平仓。该实例与拉高出货的执行方向相反。

(3)塞单(quote stuffing),指下达大量订单和/或取消和/或修改订单给其他投资者创造不确定性,放慢其交易决策过程和/或掩饰自身交易策略。

(4)动量点火(momentum ignition),指下达一个或一系列订单或执行一个或一系列交易,开启或加速行情趋势并引导其他投资者加速或延长该趋势,从而创造机会以有利价格平仓或建仓。该实例的附加征兆为:“高订单取消比(如订单交易比)与交易数量比(如每份订单的金融工具数量)的结合。”

5. 交易或下单集中在短时间内并导致价格变化随后发生颠倒

该征兆体现为在短时间内砸单并导致价格随后发生逆转的异常现象。除前述创建地板价或天花板价格、交易场所间操纵、跨交易产品操纵、塞单以及动量点火外,用以说明该征兆的实例还包括:

(1)做尾盘(marking the close),指在交易时段的参考时点(如开盘、收盘、结算时点)故意买入或卖出金融产品,以将参考价格(如开盘价、收盘价、结算价)拉抬、打压或锁定在特定水平。做尾盘可能在任何单独的交易日出现,但在诸如期货/期权到期日、季度/年度投资组合、指数参考/估值点等日期出现的概率较高。该实例的附加征兆有7项:一是在竞价价格确定前几分钟在交易系统的中央订单簿大量下单,并在该订单簿锁定以计算竞价价格前几秒钟取消这些订单,以使开盘价高于或低于理论上的开盘价;二是在交易日内接近基准点进行基于市场规模会显著对供需、价格或价值产生重大影响的交易或下单;三是在开盘或收盘时进行除了增加交易量外没有其他明显理由的交易或下单;其余的四项为前述“创建地板价或天花板价格”下所列的第一、

三、四、五项附加征兆。

(2) 分层与幌骗(layering and spoofing),指频繁在订单簿的买方或卖方一侧申报大量不同价格层次或大额的非真实订单,而真正目的是在订单簿的另一侧进行交易,一旦交易完成,将立即撤销未执行的非真实订单。换言之,操纵者在订单簿的一侧下达非真实订单,然后在订单簿的另一侧进行真实交易,下达非真实订单是为了在订单簿的另一侧以更好的条件(价格或数量)进行交易。塞单也是申报大量订单后迅速撤单,但其没有紧跟着一个反方向的下单。根据《补充条例》的规定,前述“动量点火”下所列附加征兆可用以说明该实例。

6. 下单改变金融产品的最佳买卖报价或市场参与者可得的订单簿报价且在执行之前撤单

该征兆体现为人为改变订单簿报价的频繁报撤单行为。除前述创建地板价或天花板价格、交易场所间操纵、跨交易产品操纵、塞单、分层和幌骗以及动量点火外,用以说明该征兆还包括以下实例:

(1) 不打算实际履行的订单(placing orders with no intention of executing them),指在订单执行前撤单,给出或可能给出金融产品在该价格上的供需误导性假象。例如,下一个小额订单以改变金融产品的报价然后迅速撤销,若无法及时撤销则执行该订单,将以较低的成本实现价格操纵。该实例的附加征兆有两项:一是嵌入提高出价或降低报价价格并具有或可能具有提高或降低相关金融工具价格的影响的下单;二是高订单取消比与交易数量比的结合。

(2) 不当报价(excessive bid - offer spreads),指通过滥用市场力量将买卖价差扩大至和/或维持在人为水平上。该实例通常是由具有市场力量的中介机构滥用其市场力量实施的,其附加征兆有2项:一是具有或可能具有绕过市场交易保障措施(如价格限制、数量限制、买卖价差参数等)影响的交易或下单;二是对于无论是否是在同一交易场所进行的、当买卖价差是确定其价格的一个因素时进行的改变买卖价差的交易。

(3) 拉抬(advancing the bid),指下达提高或降低金融产品报价从而提高或降低其价格的下单。该实例可以通过“嵌入提高出价或降低报价价格并具有或可能具有提高或降低相关金融工具价格的影响的下

单”这一附加征兆来说明。

(4) 烟雾弹(smoking),指下单以吸引采用传统交易技术的其他市场参与者(慢速交易者)的注意,然后迅速修改为不那么慷慨的条款,希望能在慢速交易者交易订单流入的情况下盈利。烟雾弹可能与市场参与者的报价显示情况有关,这些报价总是在“订单簿的顶部”以吸引投资者注意,但在收到客户的交易请求时,其将被取消或修改为不太慷慨的条款。

7. 在参考、结算价格与估价计算的特定时点或时点前后进行交易或下单,并导致对此类价格与估价产生影响的价格变化

除前述做尾盘、首次公开募股后的欺诈交易、创建地板价或天花板价格、交易场所间操纵和跨交易产品操纵外,还包括“为了固定与商品合同相关成本(如保险或运费)而作出安排,将金融产品的结算价格凝固在异常或人为的水平”这一实例。

(二) 涉及虚假手段或任何其他形式的欺骗或诡计的征兆及实例

1. 是否在行为人或其密切相关的人发出虚假或误导性信息前后进行交易或下单

除前述拉高倒货、压低吸筹和隐瞒所有权外,用以说明该征兆的实例还包括:

(1) 通过互联网在内的媒体或其他方式传播虚假或误导性市场信息,导致或可能导致金融产品价格向有利于信息传播者持有头寸或计划交易的方向变动。

(2) 建仓并在公开披露后立即平仓(opening a position and closing it immediately after its public disclosure),指在金融产品中建仓,并在公开披露并强调长期持有投资后立即平仓。该实例通常由投资组合经理和其他大型投资者实施,其投资决策通常被市场参与者视为未来的价格动态信号。但若报告或披露是按照法律或监管要求规定的方式作出的,并且是此类要求明确要求或许可的,则该报告或披露本身不会产生虚假或误导性的印象。

(3) 实物商品的移动或存储可能会对金融产品或可交付物的供需、价格或价值造成误导性印象;这种操纵市场的行为是指通过媒体以外的手段给人以虚假和误导性印象的行为过程。

(4)空载货船的移动可能会对金融产品或可交付物的供求、价格或价值造成虚假或误导性印象。

2. 是否在行为人或其密切相关的人提出或传播错误、有偏见或明显受到重大利益影响的投资建议前后进行交易或下单

除前述拉高倒货、压低吸筹外,用以说明该征兆的实例有:通过互联网在内的媒介或其他方式传播虚假或误导性市场信息,导致或可能导致金融产品的价格向有利于传播信息的相关人员所持头寸或计划交易的方向变动。该实例的附加征兆为:“在市场参与者或公开的与其密切相关的人产生、传播公开可用的相反研究或投资建议前后不久进行交易或下单。”

三、欧盟认定市场操纵行为的例外规则:安全港规则与豁免条款

《反市场滥用条例》明确了反市场操纵行为的两种例外情况。一种是针对回购计划和稳定措施设立的安全港(safe-harbor)规则,即在满足法定条件的情况下,上市公司在回购计划中交易自身股票的行为和证券承销商稳定证券价格的行为将不被视为市场操纵行为。另一种是针对特定交易行为设置的豁免条款,即对于某些构成交易型市场操纵的特定交易行为,行为人可以该交易行为是出于合法原因且符合公认市场惯例为由提出合法抗辩。

(一) 回购计划和稳定措施的安全港

欧盟在《反市场滥用条例》第5条中对回购计划和稳定措施的安全港进行了框架性规范,并在《回购计划与稳定措施实施条例》中进一步明确了安全港规则的具体内容。

1. 回购计划的安全港

回购计划,是指上市公司购买自身已发行的股票,其在防御收购、推行员工激励计划、引导股价等方面具有积极意义,但也极易引发操纵股价、内幕交易等不法行为。《反市场滥用条例》在回购目标、透明度要求、交易条件和消极限制条件方面确定了回购计划的安全港,强调对回购计划的事前监管以防范市场操纵行为。具体而言:第一,上市公司

的回购目标只能是减资、履行可转换为权益工具的债务金融工具所产生的义务或者履行员工股票期权计划或其他股份配置所产生的义务之一。第二,上市公司在回购计划执行前和执行期间均应履行充分披露与报告义务,以确保信息公开透明。第三,上市公司应在其股票获准交易的交易场所以特定的交易方式执行回购计划,并且应严格遵守价量限制要求:回购价不得高于上一次独立交易的最高价或相关交易场所当日最高报价;回购交易量不得高于相关交易场所日均交易量的25%。第四,上市公司不得出售自有股票、不得在封闭期内或在决定延迟公开披露内幕信息的情况下交易自有股票,除非其是投资公司或信贷机构,并且已建立、实施且维持适当有效的信息隔离机制,来防止直接或间接获取上市公司内幕信息的人向实施回购交易的负责人或代表客户买卖自有股票的负责人非法披露内幕信息。

2. 稳定措施的安全港

稳定措施,又称安定操作,是指证券承销商在发行证券时,因该证券存在销售压力而在规定时间内为维持该证券的市场价格而购买、要约购买该证券或者交易等同于证券的相关金融工具。稳定措施通常由证券承销商在证券公开发行后进行,旨在稳定证券市场价格、防止短期投机并确保公开发行的成功,但其可能将证券价格人为凝固在高位并带来市场操纵的风险。因此,欧盟仅允许证券承销商在特定条件下实施稳定措施,具体而言:第一,应在稳定期内进行。对于股票及其他相当于股票的证券,稳定期应自首次公开发行交易之日或再融资充分公开披露证券最终价格之日起至不迟于30日。而对于债券和其他形式的证券化债务,稳定期应自充分公开披露证券发行条款之日起至不迟于金融工具发行人收到发行收益后30日,或至不迟于证券配售后60日,以较早者为准。第二,应履行充分披露与报告义务。在稳定期前,应充分公开披露稳定措施的全部细节信息。在稳定期内,应确保在7个交易日内充分公开披露全部稳定交易的信息。第三,应满足价格条件。证券承销商不应以高于发行价的价格购买股票或相当于股票的证券,不应以高于新的发行最终条款披露时市场价的价格购买可转换或可交换的证券化债务。第四,应在特定条件下实施辅助稳定。为给稳定措施提供资源与对冲,欧盟允许以行使超额配售选择权

(overallotment facilities)^[24]或绿鞋期权(greenshoe options)^[25]的形式进行辅助稳定。

(二) 交易型市场操纵行为的豁免条款

市场参与者利用对其有利的时点、价量或手段寻求利益最大化的行为是一种普遍的金融市场逐利行为,虽其表面上是一种交易过程中的操纵,但本质上是一种交易或投资手段,并不等同于《反市场滥用条例》禁止的市场操纵行为。交易型市场操纵行为以交易或投资手段为载体,在很大程度上具备正常投资行为的表征。但《反市场滥用条例》仅规定了交易型市场操纵行为的客观构成要件,而“这种客观性判断标准未免过于严苛和简单化,很可能将一些无意识的或偶然的市场行为包括在内,有违市场公平原则”。^[26]为避免监管泛化抑制资本市场创新和持续动态发展,《反市场滥用条例》针对交易型操纵行为设置了豁免条款,即涉嫌构成交易型市场操纵的行为若是出于合法原因且符合监管机构确定的“公认市场惯例”则将豁免于被认定为市场操纵行为。易言之,当某一特定交易行为仅因符合交易型市场操纵行为的构成要件而被认定为市场操纵行为时,行为人能够根据豁免条款对该行为提出合法抗辩。此外,监管机构一般通过操纵行为本身的违法性推定行为人具有操纵市场的目的,因此提出合法抗辩主张的行为人应承担相应的举证责任。

《反市场滥用条例》第3条将公认市场惯例定义为“经成员国监管机构依照《反市场滥用条例》第13条规定认可的具体的市场惯例”。作为一种可能落入市场操纵行为定义范围的特定市场行为,公认市场惯例由于具有合理性且被成员国的监管机构依法认可,从而排除了违法性。欧盟赋予成员国自由裁量权,以决定适用于本国场内外交易市场的公认市场惯例。《反市场滥用条例》第13条规定了成员国监管机

[24] 超额配售选择权,是指承销协议或牵头管理协议中的一项允许接受认购或要约认购比最初发行数量更多证券的条款。

[25] 绿鞋期权,是指要约人授予参与要约的证券承销商的一种涵盖超额配售目的的选择权。根据该选择权的条款,该公司或机构可在证券发行后的一段时间内以要约价格购买一定数量的证券。行使超额配售选择权,必须以绿鞋协议为前提。

[26] 同前注[14],盛学军,第227页。

构确定公认市场惯例应遵循的一般程序与欧盟证券与市场管理局的相关职责,且明确了确定公认市场惯例应考虑7项因素:行为的透明度水平;市场力量运行保障与供需力量相互作用;对市场流动性与效率的影响;对市场正常运行的影响;相关市场完整性风险;对市场惯例的调查结果;市场结构特征,包括交易的金融工具类型与市场参与者类型。除了《反市场滥用条例》的框架性规定,欧盟委员会受权制定的《公认市场惯例实施条例》进一步明确了监管机构确定公认市场惯例的细化标准、程序要求、维持和终止适用公认市场惯例及修改其考虑因素的要求等内容。此外,《反市场滥用条例》赋予了欧盟证券与市场管理局监控公认市场惯例、定期向欧盟委员会提交公认市场惯例应用情况报告等职责。2019年12月13日,欧盟证券与市场管理局发布了关于公认市场惯例应用情况的最新年度报告。^[27]截至报告日期,西班牙、葡萄牙、意大利和法国监管机构已经确立了涉及“流动性合约”(liquidity contracts)^[28]的公认市场惯例。

四、欧盟认定市场操纵行为的立法经验

(一) 体系化的市场操纵行为认定规则

欧盟通过《反市场滥用条例》及其实施细则两级立法,构建了一套以类型化定义为核心、征兆及实例为补充、安全港规则与豁免条款为例外的多层次市场操纵行为认定规则体系。首先,欧盟立法以法定禁止性行为为出发点对市场操纵行为进行界定,给出了较为全面、精准的市场操纵行为定义,涵盖了四种操纵行为类型。其次,在立法中创造性地引入了一系列征兆及实例,作为监管机构和市场参与者识别认定市场操纵行为的参考因素,对类型化定义进行了有力补充。最后,欧盟立法明确了市场操纵行为认定的例外情形,包括安全港规则与豁免条款,为

[27] ESMA70-156-1823.

[28] 流动性合约,是指允许上市公司或封闭式集体投资计划与投资服务提供商之间达成的主要是为了稳定价格波动的合约安排,其唯一目的是提升股票流动性。

具有积极作用的交易行为提供“安全网”,避免抑制市场积极性与创新功能的发挥。

(二) 包容性的市场操纵行为定义

欧盟立法强调市场操纵行为定义的开放性与弹性,^[29]体现在市场操纵的定义形式与内容两方面。一方面,《反市场滥用条例》采用了一般性描述与具体操纵行为相结合的定义形式,包含了对市场操纵本质特征的凝练和具体样态的列举,兼具开放性与实用性。不仅有利于监管机构根据市场操纵本质特征所内含的原则精神进行抽象演绎,而且有助于其依据具体的示例进行针对性和可操作性的认定。另一方面,《反市场滥用条例》率先将基准利率型市场操纵行为纳入类型化定义之中,亦明确禁止将报撤单作为自动化交易策略核心的市场操纵行为。在此基础上,《反市场滥用条例》也增强了市场操纵行为定义的弹性,明确将可能产生操纵后果的行为纳入禁止性规定,推动监管口前移。同时规定操纵手段的表现形式除了交易和下单外,还包括“任何其他行为”的概括性兜底,确保监管能够涵盖市场发展过程中不断出现的新型操纵手段。市场操纵定义形式与内容上的开放性和弹性,形成了欧盟具有包容性特征的市场操纵类型化定义。

(三) 精细化的市场操纵行为认定辅助标准

欧盟认定市场操纵行为的辅助标准分为征兆、实例、附加征兆3个层次,其内容精细化水平较高。第一,操纵征兆以操纵行为的表现形式为主,“有的描述了行为的后果,如交易或下单对金融产品价格、成交量的影响等;有的描述了行为所处的环境,如行为发生的时间等;有的则描述了行为人的市场地位,如是否在头寸上具有优势等”^[30]且大部分征兆可以被不同程度地量化,如交易或下单在相关金融工具的日常交易量中所占的比重等。第二,每项征兆下列的实例是该征兆在实践中的做法,是征兆的具体化。这些实例不仅包括洗售、对敲、拉高倒货、压低吸筹等传统的操纵手段,还包括在自动化交易背景下出现的试

[29] 参见朱庆:《论股份回购与操纵市场的关联及其规制》,载《法律科学》(西北政法大学学报)2012年第3期。

[30] 同前注[20]。

单、网络钓鱼、塞单、动量点火、分层和幌骗等新型操纵手段。第三,每项实例下所列举的用以说明该实例的附加征兆,也是一种行为表征。这些附加征兆的作用是辅助说明某一征兆下的实例。上述辅助认定标准能够作为监管机构和市场参与者认定市场操纵行为的实用工具。

(四) 客观化的市场操纵行为认定模式

欧盟立法关于市场操纵行为认定模式呈现客观化的趋势,仅以单纯客观行为作为评价行为的法律标准。一方面,欧盟不以存在操纵的主观故意(动机)作为认定市场操纵行为的构成要件。《反市场滥用条例》仅规定了操纵行为的客观构成要件,强调判断行为人的行为本身是否对价格形成机制或其他投资者行为造成影响。这是由于“主观故意是一种存在于当事人脑海中的意识,除非当事人自认或者出现法定情形,否则难以直接证明”^[31]。因此,在这种客观主义的认定标准下,欧盟监管机构无须花费大量精力去探究难以直接证明的主观故意,而通过操纵行为本身违法性推定操纵人交易目的或动机不纯。这大大减轻了监管机构的举证难度,使操纵行为更容易被识别认定。但客观主义的认定标准并不意味着排除所有主观因素的考量,对于散布虚假信息型和基准利率型市场操纵行为而言,只有在满足行为人“明知或应知其传播或传输的信息是虚假或误导”这一主观认知前提才构成市场操纵行为。

另一方面,欧盟不以实际发生操纵后果作为认定市场操纵行为的构成要件。“金融产品的价格异常波动,是操纵行为追求的结果而非构成操纵行为的必要条件。”^[32]因此不论操纵结果是否发生,操纵行为对市场秩序的扰乱效果实际存在。《反市场滥用条例》第15条将“企图”(attempt)的概念引入市场操纵行为的禁止性规定,明确“任何人不得进行或企图进行市场操纵”。这种企图操纵市场包括行为已经开始但未完成的情况,如由于技术失败或下单未被执行等。由于企图操纵市场不以实害后果为必要,未遂的交易或下单也被纳入了认定范围,市

[31] 郑彧:《从“结果主义”转向“行为主义”——论连续交易型市场操纵的认定》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》(第26卷),法律出版社2019年版。

[32] 同前注[14],盛学军,第212页。

市场操纵行为的认定中因果关系的重要性被弱化。总言之,客观化的市场操纵行为认定模式扩大了欧盟市场操纵行为的监管范围,监管机构据此能够对更广泛的可疑行为进行认定查处,反映出欧盟立法对打击市场操纵行为的严厉态度与防患于未然的监管理念。

五、欧盟经验对我国的启示

我国新修订的《证券法》已于2020年3月1日起施行,该法第55条作为我国反证券市场操纵行为的核心法律依据,在旧法基础上:扩大了操纵证券市场的行为类型,吸纳了虚假申报、蛊惑交易、抢帽子交易与跨市场操纵四种市场操纵行为;改变了市场操纵行为的构成要件,明确将“意图影响”证券交易价格或交易量的行为定义为操纵。后者拓宽了对市场操纵行为的监管范围,与欧盟客观化的市场操纵行为认定标准立法有相似之处。新《证券法》对证券市场操纵行为定义的完善及其在市场操纵行为认定要件上的客观化趋势值得肯定。但现有的证券市场操纵行为认定制度仍存在一些遗留问题有待厘清。其一,新《证券法》仍未就市场操纵行为定义中的概念与构成要件授权下立法进行细化规定,也未针对“操纵证券市场的其他手段”这一兜底性条款的界定主体与规范形式进行授权。实践中,除了将原则性的市场操纵行为定义作为认定依据之外,我国证券监督管理机构亦将其2007年制定的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(以下简称《认定指引》)作为查处认定市场操纵行为的依据。但《认定指引》中给出的指标较为粗疏,且制定后并没有随着证券市场形势变化适时更新,在应对不断演变新型操纵行为上存在滞后性。其二,尽管《认定指引》与证监会2008年《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》对不构成操纵行为的例外情形作出了规定,但在《证券法》中却找不到相应的上位法依据,存在着立法缺漏。因此我国资本市场操纵行为认定规则还有进一步完善的空间。

借鉴欧盟经验,我国应从规范体系化、内容精细化与结构科学化三方面加强资本市场操纵行为认定规则建设。首先,我国应在新《证券

法》出台之际,全面梳理与更新现存的反市场操纵行为相关规范,以问题为导向进一步完善现有法律、行政法规、部门规章、交易所规则在内的多层次证券市场操纵行为规范体系。同时,在现阶段以行政执法为主导的规范体制下,明确授权国务院证券监督管理机构作为界定“操纵证券市场的其他手段”的权威主体,及时回应证券市场与执法实践的发展。其次,在参考欧盟立法中的操纵行为辅助认定标准与总结监管机构查处认定经验的基础上,我国应通过行政法规或部门规章的形式对市场操纵行为的法律概念和构成要件予以明确,对监管机构在查处认定市场操纵行为中遇到的难点进行有针对性的规定,对算法和高频交易等新型操纵手段建立自身的认定指标体系,并鼓励交易所根据自律监管实践制定相应的行业规范或监管指南,提高规范精细化水平。最后,应当在现有股份回购安全港条款基础上细化与完善具体的规则,提前部署、加快研究符合我国证券市场现状的稳定措施安全港条款。同时借鉴欧盟对市场操纵进行定义时使用的合法原因、公认市场惯例等概念,解决由于立法空白或条文模糊情况下困扰执法者的市场操纵行为合理抗辩问题,避免不当干预合法合理的市场行为,实现科学立法。

(编辑:胡睿超)