

【国际经济法】

欧盟反市场操纵制度的变革与启示

刘春彦 林义涌

【摘要】欧盟将市场操纵作为一种市场滥用行为进行监管。近年来,为提高金融监管一体化水平,欧盟陆续通过了《反市场滥用条例》等相关法案,对欧盟反市场操纵制度进行了重大改革。一是扩大了市场操纵监管范围,填补了对新型交易场所和场外交易金融工具、碳排放配额、现货商品合约与企图操纵市场的监管缺失。二是完善了市场操纵认定规则,构建了以市场操纵定义为核心、市场操纵征兆为辅助、公认市场惯例为例外的多层次认定规则体系。三是强化了市场操纵监管措施,完善了机构预警报告制度、监管调查权力、监管合作范围与行政制裁等方面的内容。值此我国证券期货市场基本法修订之际,欧盟反市场操纵制度的最新立法实践可以为我国立法者和监管者提供有益启示。

【关键词】欧盟证券法;反市场滥用条例;市场操纵;立法实践

【作者简介】刘春彦,同济大学法学院副教授;林义涌,同济大学法学院硕士研究生(上海 200092)。

【原文出处】《德国研究》(沪),2021.1.119~133

欧盟反市场操纵制度发端于20世纪70年代末,到21世纪初臻于成熟。近年来,为促进金融监管一体化深入发展,欧盟陆续通过了一系列监管法案,改革了包括反市场操纵制度在内的市场滥用监管框架。以《反市场滥用条例》(Market Abuse Regulation,以下简称《条例》)^①为代表的最新监管法案,于2016年7月3日起适用于所有欧盟成员国,并对欧盟反市场操纵制度进行了重大改革。下文将回顾欧盟反市场操纵制度的立法演变,并重点评析《条例》等相关法案中涉及市场操纵监管范围、认定规则、监管措施等方面的最新内容,以期为我国提供有益启发。

一、欧盟反市场操纵制度的立法演变

(一)反市场操纵制度的早期立法及困境

早在1977年8月,欧共同体理事会就在《〈欧洲证券交易行为准则指令〉的理事会建议》中对市场操纵提出了原则性监管要求,明确证券交易者不得从事破坏证券市场正常运行的操纵价格行为。^②20世纪80年代末,欧共同体开始建立反市场滥用制度,制定了1989年《内幕交易监管协调指令》(IDD),但仅局

限于欧共同体层面内幕交易的监管。这一时期欧共同体成员国主要依据国内法对市场操纵进行监管。1993年11月欧盟正式成立,欧洲一体化进程不断加快,但日渐频繁的跨境、跨市场操纵由于缺乏欧盟层面上的统一监管,严重阻碍了欧盟内部市场一体化且损害了投资者信心。

为应对日益严峻的市场操纵乱象,1999年欧盟《金融服务行动计划》(FSAP)提出了包括“完善反市场滥用欧盟立法”在内的42项议案,强调有必要制定一项监管市场操纵的指令。^③在立法过程中,欧盟认为制定反市场操纵指令与制定反内幕交易指令在打击市场滥用行为的目的上具有一致性,为了避免潜在的混乱和监管漏洞,应当对市场操纵和内幕交易进行统一监管。^④与此同时,欧盟对金融立法制度也进行了大刀阔斧的改革。2000年7月被誉为“欧元之父”的亚历山大·拉姆法鲁西(Alexandre Lamfalussy)提议成立了关于欧洲证券市场监管的专家委员会,并于次年2月发布了《专家委员会关于欧洲证券市场监管的最终报告》(以下简称《报告》)^⑤,对欧盟

立法和监管体制进行改革。《报告》确立了金融监管的“四级立法程序”：第一级立法是由欧洲议会与欧盟理事会审议并通过的“框架性规定”，包括指令或条例；第二级立法是由欧盟委员会受权制定的、用以细化第一级立法的“实施细则”；第三级立法为欧盟金融监管机构制定的“指南”，用以督促成员国积极遵守和有效转化第一、第二级立法；第四级立法为欧盟委员会及相关机构对成员国遵守第一、第二级立法和履行转换义务的情况做出的“检查监督建议”。

“四级立法程序”构建了欧盟一体化监管的立法框架，显著提高了欧盟立法质量和效率^⑥，在落实《金融服务行动计划》与促进欧盟各成员国监管趋同方面发挥了重要作用，并加速了一系列欧盟指令的出台，其中就包括2003年1月颁布的《反市场滥用指令》(Market Abuse Directive, 以下简称《指令》)^⑦。《指令》作为市场滥用监管的综合性立法，取代了《内幕交易监管协调指令》，首次将市场操纵与内幕交易作为市场滥用行为进行统一监管。随后欧盟委员会颁布了《指令》的一系列实施细则，包括《第2003/124/EC号指令》^⑧《第2004/72/EC号指令》^⑨与《第2273/2003号欧盟委员会条例》^⑩。至此，欧盟通过上述立法构建了以《指令》为框架的反市场操纵制度。

以《指令》为框架的反市场操纵制度为欧盟有效打击市场操纵发挥了重要作用，但其随着市场、交易场所和技术的发展也面临着挑战。一是市场结构发生重大变化，现有制度对新型交易平台和场外市场的监管缺失损害了市场完整性；二是商品市场及其对应的衍生品市场以及更为广泛的金融市场相互交织^⑪，操纵扩大化及危害蔓延的趋势日益严峻；三是金融创新与科技发展使得市场操纵日益技术化、复杂化和隐蔽化；四是欧盟成员国间因法律和监管差异引发的严重竞争扭曲削弱了跨境、跨市场监管的有效性，亟待欧盟建立统一的规则。而现有立法资源不足以应对这些挑战。

(二)反市场操纵制度的最新立法及特点

2008年全球金融危机重挫了欧盟金融市场一体化进程，进一步暴露出欧盟在金融监管方面存在的缺陷，但也为更深层次的改革创造了契机。2009年2

月，由雅克·德·拉罗西埃(Jacques de Larosière)主持的欧盟金融监管高级小组发布《德·拉罗西埃报告》(De Larosière Report)^⑫，就欧盟金融监管体制改革提出了一系列意见和建议：一方面提出建立统一规则、厘清关键概念和形成单一法律文本的金融监管立法目标；另一方面提议设立新的金融监管机构。新设机构为欧洲系统性风险委员会(ESRB)和欧洲金融监管机构体系(ESFS)，两者分别负责欧盟范围内的宏观审慎监管和微观审慎监管。其中，欧洲金融监管机构体系由各欧盟成员国金融监管机构与新设立的欧洲金融监管机构构成，后者包括欧洲银行业管理局(EBA)、欧洲保险与职业养老金管理局(EIOPA)以及欧洲证券与市场管理局(ESMA)。欧洲证券与市场管理局承担反市场滥用的职责，主要包括起草适用于全欧盟的技术标准草案、促进欧盟法律的统一与有效实施以及解决不同欧盟成员国间的监管分歧等职责。

在《德·拉罗西埃报告》与同年9月二十国集团(G20)匹兹堡峰会要求强化金融监管的背景下，欧盟开始对以《指令》为框架的反市场操纵制度进行改革，其最新立法沿用了“四级立法程序”。2011年10月欧盟委员会提出了《指令》的修正草案，拟采用条例形式整合现有立法。在听取各欧盟成员国议会质询意见并参考欧洲中央银行(ECB)、欧洲经济和社会委员会(EESC)等机构意见的基础上，欧洲议会与欧盟理事会于2014年4月16日表决通过了《条例》(第一级立法)，确立了针对市场操纵、内幕交易与非法披露内幕信息的市场滥用监管框架。

《条例》于2014年7月2日起正式生效，并于2016年7月3日起适用于所有欧盟成员国。在两年缓冲期内，欧盟成员国须修订国内法使其与《条例》内容保持一致，欧盟委员会也须制定相应的配套实施细则。《条例》包括立法理由、正文以及附件三个部分，旨在增强市场完整性和投资者保护，构建单一规则和公平竞争环境，以提高证券市场对融资的吸引力，并确立了“在欧盟范围内构建一个更加统一和强有力的监管框架，以保护欧盟内部市场的完整性和稳定性，避免潜在的监管套利，监管企图操纵市场行

为,增强市场的透明度,并给市场参与者提供更多的法律确定性和更少的监管复杂性”^⑧的目标。

欧盟委员会于《条例》出台后陆续颁布了一系列实施细则(第二级立法),包括欧盟委员会授权条例和技术标准两类。前者由欧盟委员会直接起草并颁布,体现为2016年4月5日欧盟《第2016/522号委员会授权条例》^⑨。后者则由欧洲证券与市场管理局起草后呈送欧盟委员会审议,截至2016年7月3日,欧盟委员会陆续审议通过了11项技术标准,其中涉及市场操纵的有欧盟《第2016/1052号委员会授权条例》^⑩《第2016/908号委员会授权条例》^⑪《第2016/957号委员会授权条例》^⑫。至此,欧盟通过上述最新立法构建了以《条例》为框架的反市场操纵制度,取代了以《指令》为框架的反市场操纵制度,有效促进了欧盟成员国监管趋同。

根据欧盟法的效力层级^⑬,以“条例”(Regulation)形式制定的欧盟法不需要欧盟成员国转换立法即可直接适用,其效力强于以“指令”(Directive)形式制定的欧盟法。“四级立法程序”下制定的第一、二级立法为欧盟层面上的立法,也是反市场操纵制度的核心立法。《指令》及其多数实施细则均采用指令的立法形式制定,接受指令的欧盟成员国虽有转化指令的义务,但欧盟对其监督有限,无法确保真正落实。而《条例》及其实施细则均采用条例的立法形式制定,提升了欧盟层面上立法的效力层级,通过减少成员国适用欧盟法的选择权和自由裁量权,确保了所有法律主体在欧盟范围内均适用统一规则。欧盟最新立法的这一特点还有助于消除国家间因法律分歧而引发的严重竞争扭曲、促进欧盟金融监管一体化的发展。

二、欧盟反市场操纵制度的新内容

(一)市场操纵监管范围的扩大

1. 将在新型交易场所和场外市场交易的金融工具纳入监管

《指令》监管的范围局限于1993年《投资服务指令》(ISD)^⑭所定义的在传统交易所市场(场内)上交易的金融工具。但随着市场不断发展,场外市场逐渐具有场内特征。^⑮为了加强对场外市场中类似于场

内交易的监管,2007年欧盟制定了《金融市场工具指令》(MiFID)^⑯,引入了多边交易设施(Multilateral Trading Facilities, MTF)与内部交易系统,打破了传统交易所市场垄断金融工具交易的局面。2014年《金融工具市场指令II》(MiFID II)^⑰对《金融市场工具指令》进行了修订,引入了有组织交易设施(Organized Trading Facility, OTF),为机构交易与标准化衍生品交易构建了一个规范化的交易场所。

在与传统场内交易所市场的竞争中,多边交易设施与有组织交易设施这类新型交易场所吸引了越来越多金融工具在其上进行交易,为市场创造了更多竞争和流动性,但《指令》的监管范围却无法有效涵盖在这些新型交易场所上交易的金融工具。此外,部分在场外市场上交易的金融工具也可能被用于市场操纵,该类金融工具的定价依赖于在场内交易所市场上交易的金融工具,或其交易对在场内交易的其他金融工具的定价会产生影响,例如信用违约互换或金融工具差价合约等衍生品。而《指令》对场外衍生品交易也存在监管缺失。《条例》第2(1)条将市场操纵监管范围由传统交易所市场扩大至在双边交易设施和有组织交易设施等新型交易场所、场外市场上交易的金融工具,填补了监管漏洞。

2. 将碳排放配额及其相关拍卖产品纳入监管

碳排放配额(Emission Allowance)是在特定时间内允许向大气中排放的二氧化碳当量,以有权向大气中排放一吨二氧化碳为单位,是欧盟碳排放交易的重要工具。2009年欧盟对碳排放交易体系进行了改革,拍卖替代政府免费分配成为发放碳排放配额的主要方式。在碳排放配额一级拍卖市场上,由于欧盟对于排放总量的限制使得碳排放配额成为稀缺的市场资源,因而拍卖价格取决于市场供求的碳排放配额及其相关拍卖产品(例如欧盟配额、欧盟航空配额)能够成为被操纵的对象。在碳排放配额二级交易市场上,碳排放配额及其衍生品被归类为金融工具,其交易受到《金融工具市场指令II》的监管。为使碳排放配额的监管与市场滥用监管相衔接,增强碳排放配额市场的透明度,《条例》第12条将碳排放配额拍卖平台作为场内市场进行监管,并将碳排

放配额及其衍生品、基于碳排放配额的拍卖产品以及包括拍卖报价在内的与拍卖有关的行为均纳入了监管范围,构建了一套适用于整个碳排放配额一级和二级市场的单一市场滥用监管规则。

3. 将现货商品合约纳入监管

当前,现货市场与相关衍生品市场高度互联且呈全球化,在现货市场上交易并在交付时即刻交割的商品供应合约以及非金融工具的商品供应合约(统称为“现货商品合约”)可能被用于操纵包括转移信贷风险的衍生合约或衍生品在内的金融工具,而该金融工具的交易也可能被用于操纵相关现货商品合约,但《指令》的监管并不及于现货市场。《条例》第2(2)条将可能被用于操纵场内或场外市场交易的金融工具的现货商品合约纳入监管之列,包括价格基于衍生品价格的现货商品合约和交易金融工具所参照的现货商品合约等。但同时,《条例》也强调应当把握现货商品合约与金融工具之间的关联程度,而不应将监管范围过分扩张至不涉及金融工具的交易,例如不应禁止仅影响现货市场的现货商品合约的交易。《条例》并非直接监管现货市场,而仅监管在现货市场上进行的、与金融和商品衍生品市场相关且对其具有影响的交易或行为。

4. 将企图操纵市场纳入监管

企图操纵市场(Attempted market manipulation)应当被认定为市场操纵,主要包括“操纵尚未开始”与“操纵已经开始但未完成”两种情形。企图操纵市场同实际操纵市场在损害市场完整性和投资者权益上无本质区别,均构成市场滥用行为。但《指令》仅禁止实际操纵市场,却未将企图操纵市场纳入监管范围,因此监管机构在查处市场操纵时需要证明行为人进行了交易或下单。但在企图操纵市场的情况下,尽管有证据表明行为人有操纵市场的意图,但如果交易失败或交易订单未被执行,抑或监管机构无法证明存在实际的操纵行为,那么监管机构将无法对操纵行为人进行惩处。《指令》的规定使得企图操纵市场者能够逃避监管,存在潜在的监管漏洞。基于此,《条例》第15条明确禁止企图操纵市场行为,扩大了监管范围,增强了市场完整性和投资者保护。

(二) 市场操纵认定规则的完善

1. 扩大了市场操纵定义

市场操纵定义是识别、认定和监管市场操纵的基础。此前《指令》第1(a)条规定了交易操纵、策略操纵和散布虚假信息操纵三种市场操纵类型,并给出了相应的行为示例。但随着市场的发展和操纵手段的变化,《指令》给出的市场操纵定义已经不能满足现实需要。且《指令》也明确规定市场操纵定义应适时调整以涵盖新的情况,这为市场操纵定义完善预留了空间。《条例》第12条在《指令》规定基础上扩大了市场操纵定义,回应了对新型市场操纵类型和手段的监管需要。

(1) 新增市场操纵的类型:基准操纵

基准操纵(Benchmark Manipulation)是一种新的市场操纵类型,主要利用基准在利率、汇率等指数或定价上的影响力扭曲正常的价格形成机制,2012年伦敦同业拆借利率(LIBOR)操纵案是最早出现的基准操纵案件^③。衍生品与现货市场中的基准一般都能成为基准操纵的对象,包括银行间同业拆借利率、黄金、能源、石油和外汇基准等。^④这些基准是大多数金融工具的定价参考,同时也是投资者决策行为的重要参考。操纵基准的行为对金融市场完整性和信心具有广泛的危害,可能导致投资者重大损失、威胁金融稳定甚至扭曲实体经济。但是基准操纵有别于传统市场操纵理论,其在行为方式上无需借助交易行为或散布虚假性、误导性信息,其在作用机制上也无需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^⑤,因而无法将其纳入传统监管范围。鉴于基准操纵具有市场操纵的本质,欧盟通过《条例》率先将基准操纵作为新的市场操纵类型纳入定义之中,填补了对操纵基准行为的监管漏洞。

首先,《条例》第3(1)条对基准进行了较为全面的界定,明确基准是“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”^⑥。这些基准涵盖所有公开的基准,包括诸如信用违约互换基准等可以通过互联网免费获得的

基准。

其次,《条例》第12(1)(d)条将基准操纵纳入市场操纵定义之中,明确基准操纵是“当传输信息或提供输入数据的人明知或应知该信息或输入数据是虚假或误导性的时,传输虚假或误导性信息、提供与基准有关的虚假或误导性的输入数据或其他任何操纵基准编制的行为。”^②基准操纵的定义涵盖了基准操纵的三种形式。第一,传输虚假或误导性信息操纵基准本身,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。第二,提供与基准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,包括估算价格或其他价值。第三,操纵基准编制过程,基准编制是大多数基准形成的重要环节,包括接收和评估与该基准编制有关的所有数据,以及无论是基于算法还是全部或部分基于判断的基准方法。由于《条例》依然未明确主观意图是否为市场操纵的构成要件,为了避免“误伤”无意识或偶然的行爲,《条例》明确规定前两种操纵基准的方式需要满足“明知或应知信息或输入数据为虚假或误导性”的前提。

最后,认定基准操纵是否以证明价格变化为必要,欧盟认为“由于证明操纵基准对相关金融工具的价格产生了影响具有不可逾越的障碍,而任何实际或企图操纵重要基准都可能严重影响市场信心,导致投资者蒙受重大损失甚至扭曲实体经济;因此有必要明确监管机构应能够对上述情形施加行政处罚,而无需证明价格影响等附带问题。”^③简言之,金融工具价格变化不是基准操纵的规范性构成要件。

(2)引入市场操纵具体示例:利用算法交易和高频交易实施的策略滥用

算法交易(Algorithmic Trading)和高频交易(High Frequency Trading)极易引发市场震荡,被认为是2010年美国股市闪崩的“罪魁祸首”,因此近年来各国均加强了对包括算法交易和高频交易在内的自动化交易的监测监管。^④高频交易是算法交易的一种特殊类型,通过计算机算法和自动化程序决定交易

执行和交易指令的下达,是融程序交易和算法交易为一体的高频率算法交易技术。算法交易与高频交易本身不是一种策略,而是使用非常复杂的技术来实施传统的交易策略,如套利和做市商策略。虽然大多数算法和高频交易策略都是合法的,但实施某些特定策略已经被监管机构认定为可能构成市场操纵,例如塞单(quote stuffing)、分层和幌骗(layering and spoofing)等。这些利用算法和高频交易实施的策略滥用(abusive strategies)旨在扰乱市场或误导投资者而非为了达成交易,并且具有高速度、低延迟以及频繁的报撤单等特征。在金融工具交易日趋电子化与自动化的背景下,利用电子方式实施的策略滥用日益普遍。《指令》给出的市场操纵定义虽足以涵盖包括策略滥用在内的利用各种方式和手段实施的市场操纵,但存在适用范围、标准模糊的缺陷。《条例》将利用算法和高频交易实施的策略滥用作为交易型操纵的具体示例并加以明确,有利于促进监管机构在监测监管和执法方面的趋同。

《条例》第3(1)条参引了《金融工具市场指令II》对算法交易和高频交易的定义。《金融工具市场指令II》将算法交易定义为计算机算法自动确定订单的相关参数(如是否下单、下单时间、价格、数量或提交订单后如何管理订单)的有限人为干预或无人为干预的金融工具交易,且不包括仅用于将订单路由(routing)到一个或多个交易场所、处理不涉及任何交易参数的订单、确认订单或执行交易的交易后处理的任何系统;将高频交易定义为算法交易的一种类型,并具备以下三个特征:(1)利用邻近服务(co-location)、主机托管(proximity hosting)或高速直连(high-speed direct electronic access)等基础设施降低迟延;(2)系统进行订单的发起、生成、路由和执行,而无需人工干预;(3)日内高信息率(high message in traday rates)。

《条例》第12(2)(c)条给出了策略滥用的一般定义,即“通过包括电子方式(例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指令的行为。该行为具有或可能具有发出虚假或误导性信号、将价格固定在异常或人为水平的影响,或者对交易价格具有影

响”,并列了构成算法和高频交易策略操纵的三种具体方式:第一,扰乱或迟延或可能扰乱或迟延交易场所交易系统的运行;第二,使或可能使其他投资者在交易场所交易系统上更难以识别真实的指令,包括输入导致订单簿超载或破坏订单簿稳定性的指令;第三,产生或可能产生关于金融工具的供需或价格的虚假或误导性信号,特别是通过输入指令诱发或加剧产生或可能产生虚假或误导性信号的趋势。此外,《条例》强调策略滥用不仅包含利用算法交易和高频交易,还包括实施相似策略的其他方式和手段。

2. 细化了辅助认定标准

市场操纵定义是市场操纵的基本认定标准,但其内容宽泛,缺乏可操作性,可能导致监管者无所适从。为方便监管机构与市场参与者判断某一行为是否符合市场操纵定义,欧盟在《指令》的实施细则《第2003/124/EC号指令》中创造性地提出了一系列市场操纵征兆(indicators,以下简称“征兆”),作为市场操纵的辅助认定标准。《第2003/124/EC号指令》第4条规定了七项与虚假或误导性信号和价格固定有关的操纵行为(交易型操纵)征兆:(1)交易或下单占金融产品日交易量重大比例;(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;(3)交易未改变金融产品的受益所有权;(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;(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;(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;(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。《第2003/124/EC号指令》第5条规定了两项与使用虚假手段或其他任何欺骗或诡计的方式有关的操纵行为(策略型操纵)征兆:(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;(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。征兆是一种操纵行为

的表征和显示市场操纵迹象的有力工具,其能够暗示可能存在的市场操纵,但其自身并不必然构成市场操纵,只是作为一种必须加以考虑的因素。^③

《条例》第12(3)条和附件一吸收整合了前述确定的征兆,将其从实施细则(第二级立法)上升为框架性规定(第一级立法)。考虑到金融市场的技术发展,且为了明确征兆的构成要素,《条例》第12(5)条授权欧盟委员会颁布实施细则具体解释附件一所述的征兆。《第2016/522号委员会授权条例》作为《条例》的实施细则,在其附件二中对上述九项征兆予以细化,分别列举了构成这些征兆的若干实例(examples of practices),并明确了判断该实例的相关附加征兆(additional indicators),体现出欧盟立法的“精细化”。这些实例及相关的附加征兆并非穷尽列举,而且与前述征兆一样,其本身也并不必然构成市场操纵,而仅应由市场参与者和监管机构在审查该行为时加以考虑。这是为了避免监管机构在审查某一行为时仅仅因为其符合某一征兆、实例或附加征兆而将其认定为构成市场操纵。此外,某一实例可能被用于解释多项征兆,某一附加征兆也可能被用于判断多实例,并且可能存在重复和重叠。

例如,《第2016/522号委员会授权条例》明确了构成“交易或下单占金融产品日交易量重大比例”这一征兆的四个实例:(1)IPO后的欺诈交易(colluding in the after-market of an Initial Public Offer),即在配售后续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;(2)创建地板或天花板价格交易(creation of a floor, or a ceiling in the price pattern),即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;(3)试单交易(ping orders),即下达小额订单以窥探隐藏订单深度,特别是评估处于暗池(dark pool)中的订单;(4)网络钓鱼交易(phishing),即下达一个或一系列交易订单以发现其他市场参与者的订单信息,然后利用获得的信息下单交易。

在此基础上,对于IPO后的欺诈交易,《第2016/522号委员会授权条例》规定可以通过两项附加征兆

来判断:(1)异常集中的交易或下单;(2)在开盘或收盘时除增加交易量外没有其他明显理由的交易或下单。对于创建地板或天花板价格交易,《第2016/522号委员会授权条例》规定可以通过五项附加征兆来判断:(1)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;(2)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;(3)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;(4)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;(5)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。

此外,《第2016/522号委员会授权条例》也对“交易未改变金融产品的受益所有权”“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”等其他征兆列举了若干实例及与其相关的附加征兆。

3. 健全了公认市场惯例制度

对于交易型操纵而言,《指令》仅在市场操纵定义中明确了其客观构成要件,而未规定主观构成要件,换言之,只要满足规定的客观构成要件,不论过错与否均成立市场操纵。但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或偶然的市场行为包括在内,有违市场公平原则。^⑥为了防止这些行为仅因符合交易型操纵的客观性认定标准而被认定为构成市场操纵,《指令》引入公认市场惯例(Accepted Market Practice, AMP)为其提供抗辩依据,即对于涉嫌构成交易型操纵的行为,只要行为人能够证明其行为基于正当理由且符合公认市场惯例即可免责。根据《指令》的规定,公认市场惯例是在市场中可合理预期的、并为各欧盟成员国监管机构所认可的行为。《指令》的实施细则《第2004/72/EC号指令》主要规定了各欧盟成员国监管机构确定公认市场惯例应当考虑的因素、咨询和披露程序等具体内容。

《条例》第3(1)条对公认市场惯例定义进行了修

改,删去了“在市场中可合理预期的”的表述,扩大了公认市场惯例的范围。《条例》第13条在吸收了《第2004/72/EC号指令》有关规定的基礎上,完善了确定公认市场惯例的程序以及各欧盟成员国监管机构和欧洲证券与市场管理局应承担的义务。具体而言,欧盟成员国监管机构在确定公认市场惯例确定之前,应通知欧洲证券与市场管理局及其他欧盟成员国监管机构。欧洲证券与市场管理局在收到通知后两个月内,应就公认市场惯例与前述应考虑的因素和监管性技术标准之间的相容性,以及是否会威胁欧盟金融市场的完整性提出评估意见,并公开披露。若欧洲证券与市场管理局提出相反意见,则该欧盟成员国监管机构有义务在公认市场惯例确定后24小时内在其网站上发布一个提示来阐释其充分理由。若该欧盟成员国监管机构认为其他监管机构确定了不符合条件的公认市场惯例,则欧洲证券与市场管理局应协调相关机构之间达成协议,若达不成协议,则其可做出公认市场惯例是否生效的决定。在欧盟成员国监管机构确定公认市场惯例之后,欧洲证券与市场管理局应在其网站上公布其清单及适用国,并应监督其适用情况并向欧盟委员会提交年度报告。而欧盟成员国监管机构也应定期(至少每两年一次)审查其已确定的公认市场惯例,并且基于审查结果决定是否维持、终止公认市场惯例或修改其认可条件,特别是在交易规则或市场基础设施等市场环境发生重大变化的情况下更应如此。《条例》将上述涉及公认市场惯例的实体和程序性规定上升到了条例层面,提升了立法效力,在欧盟层面上确定了公认市场惯例的共同标准、程序和要求。

2016年2月26日,在欧洲证券与市场管理局制定的关于公认市场惯例的监管性技术标准草案的基础上,欧盟委员会通过了《第2016/908号委员会授权条例》,对确定公认市场惯例的考虑因素、程序和要求,维持、终止公认市场惯例及修改其认可条件等要求进行了细化。

(三) 市场操纵监管措施的强化

1. 健全了专业机构的预警与报告制度

欧盟金融市场上的专业机构包括专业从事交易

安排与执行的人、交易场所的经营者与投资公司。《条例》第16条规定专业机构应当建立和维护一套预防、探测和识别实际或潜在的市场操纵的制度。该项制度由一系列的安排、系统和程序构成,并且能够有效、持续地监控和独立分析场内和场外进行的交易和下单,包括修改、取消或撤回的订单。除了要求专业机构采用自动化软件对市场操纵进行监控和分析外,《条例》还规定要有接受过专业培训的内部员工对其接收的交易或下单进行人工分析,并且这些用于监控市场滥用的系统能够根据预设的参数发出警报,指明需要进一步分析的活动。专业从事交易安排与执行的人有权将“对指令和交易的数据分析以及生成必要的警报,以便报告主体进行监控、检测和识别指令和交易”的义务书面委托给第三方,并且有权将“监控、检测、识别指令和交易”的职能书面委托给同一集团组成部分的法人(a legal person forming part of the same group),但委托主体仍须遵守《条例》规定的全部义务。

当专业机构有合理理由怀疑某些金融工具的交易或下单可能构成市场滥用时,应当毫不迟延地向相关监管机构报告。《条例》第16(2)条在《指令》确立的可疑交易报告(Suspicious Transaction Report, STR)制度的基础上,将报告主体由专业从事交易安排的人扩大至专业从事交易安排与执行的人、交易场所的经营者与投资公司,并且将报告内容扩大至可疑交易与下单,形成了可疑交易与下单报告(Suspicious Transactions and orders Reporting, STOR)制度。可疑交易或下单包括任何金融工具的交易和下单,与执行交易或下单的能力和客户类型无关,专业从事交易安排或执行的人报告的可疑下单还包括在场外下达的订单。专业从事交易安排或执行的人应根据其注册地或总部所在地成员国的规则进行报告,有分支机构的应根据分支机构所在地成员国的规则进行报告。报告应当向该成员国的监管机构发出。监管机构在收到可疑下单或交易的报告后,应当立即向相关交易场所的监管机构报送这些信息。

2. 新增了监管调查权力

《指令》赋予了监管机构获取各类信息、现场检

查或调查、冻结或扣押资产、施加交易或职业活动的临时禁令等广泛权力,但同时给予了监管机构选择权和较多自由裁量权,这就导致各欧盟成员国监管机构权力行使的不一致和效果的差异,阻碍了欧盟金融监管一体化发展。为确保监管有效性和震慑性,《条例》第23条在原有基础上新增了五项监管调查权力:(1)进入私人场所并扣押文件;(2)纠正虚假或误导性的信息;(3)要求获取电信运营商持有的通话和数据流量记录;(4)要求相关现货市场的市场参与者按照标准化格式提供信息、获取其交易报告并直接访问其交易商系统;(5)进行刑事调查。新赋予的监管调查权强化了监管机构主动获取、纠正信息以防范和打击潜在市场操纵的能力,拓宽了信息来源渠道,增强了跨市场监管的有效性。此外,《条例》还引入最低限度原则,通过规定各欧盟成员国监管机构根据国内法应享有的最低限度的监管调查权,强化了权力行使的一致性要求。

3. 拓宽了监管合作范围

《指令》为欧盟成员国监管机构之间建构了一个全面合作的框架,重点在于协助调查和责任配置。^⑧但仅限于欧盟成员国监管机构之间的合作已经无法满足对跨境、跨市场操纵监管的需要。《条例》第24、25、26条将监管合作拓展至欧洲证券与市场管理局、能源监管机构合作局(ACER)与第三国监管机构,建立了更为广泛的信息交流与合作平台。一方面,《条例》规定在信息交换以及调查、监督和执法活动中,成员国监管机构应相互合作并与欧洲证券与市场管理局、能源监管机构合作局(在行为同时涉及金融工具和批发能源产品时)合作。另一方面,《条例》将合作平台拓展至第三国监管机构,欧盟成员国监管机构除了在确信违法行为正在、已在另一成员国境内进行或者该行为影响在另一成员国交易场所交易的金融工具的情况下负有主动通知义务之外,还应在必要时与第三国监管当局就交换信息以及在第三国履行《条例》规定的义务达成合作安排。此外,《条例》强调发挥欧洲证券与市场管理局在欧盟层面的协调作用,特别是在进行跨境调查或检查时,欧洲证券与市场管理局在监管机构的请求下应予协

助。欧洲证券与市场管理局也应促进和协调监管机构与其他成员国以及第三国监管机构之间达成合作和信息交换方面的安排。

4. 明确了行政措施与行政处罚的种类、裁量标准

《指令》规定行政制裁包括具有强制性的行政措施与行政处罚,但未明确其种类、裁量标准等内容,这就导致各欧盟成员国间不同行政制裁制度诱发监管套利,并损害了金融市场完整性和透明度。为保证行政制裁有效、适度且具有劝阻性,《条例》引入行政措施与行政处罚的最低原则并明确其种类、裁量标准等内容,强化了行政制裁的威慑力,并在一定程度上限制成员国自由裁量权,促进各成员国行政制裁趋同。一方面,《条例》第30条明确了行政措施与行政处罚的种类,其包括责令停止违法行为、要求返还违法所得、公开警告、撤回或中止授权、临时和永久性职业禁令、临时禁止自我交易、处以违法所得至少三倍的最高行政罚款(就行政罚款而言,自然人至少为500万欧元,法人至少为1500万欧元或法人年度营业额的15%)。值得注意的是,《条例》规定的行政措施或行政处罚只是最低标准,欧盟成员国可以规定该国监管机构有权采取比《条例》第30条更为严厉的行政措施或行政处罚。另一方面,《条例》第31条规定了监管机构在确定行政措施或行政处罚的类型和层次时应考虑违法的严重性和持续时间、责任程度、经济实力(例如法人总营业额或自然人年收入)、已确定的经济利益的返还程度、与监管机构的合作程度、是否为累犯等裁量标准。

三、欧盟反市场操纵制度对我国的启示

欧盟反市场操纵制度的变革具有以下几点经验:一是体系化思维,欧盟通过框架性规定、实施细则与指南三级立法,在市场操纵认定规则方面构建了以市场操纵定义为核心、市场操纵征兆为辅助、公认市场惯例为例外的多层次法律体系,打造了一个覆盖证券期货、场内场外市场的预警报告、调查执法、监管合作与违法制裁体系;二是精细化立法,欧盟在原则性定义的基础上引入市场操纵征兆作为辅

助认定标准,并通过二级立法进一步细化征兆的构成要素;三是预防性监管,欧盟强化提前预防的监管理念,通过完善专业机构预警与报告制度、强化交易所一线监管职能、拓宽监管机构信息来源渠道等措施,推动监管口前移。此外,欧盟立法率先将基准操纵纳入监管,高度重视对滥用算法和高频交易操纵市场的防范与制裁,充分体现了欧盟反市场操纵立法的及时性与前瞻性。

他山之石,可以攻玉。从欧盟反市场操纵制度变革中我国可以获得一些启示:一是进一步完善现有法律、行政法规、行政规章、交易所规则在内的多层次法律体系,重视不同位阶法律的文本衔接与功能定位;二是顺应国际上将证券、期货等视为金融工具进行监管的趋势,统一我国证券期货市场操纵监管立法,并尝试将上海银行间同业拆放利率(Shibor)等基准纳入市场操纵监管范围,以适应国债期货、期权、利率、汇率市场化改革的需要;三是在总结证券期货监管部门和交易所经验基础上,参考欧盟操纵行为征兆、公认市场惯例等内容,通过行政规章或自律规范的形式,明确市场操纵的法律概念和构成要件、市场操纵的认定征兆或标准;四是完善市场操纵预防机制,充分发挥交易所一线监管优势,建立专业机构预警和报告制度;五是通过有关立法赋予证券期货监管机构获取电信运营商所持有的通话和数据流量记录的权力,拓宽监管执法与制裁的信息来源渠道。

注释:

① Regulation(EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse(market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.6.2014, pp.1-61(EN).

② 张保华、李晓斌:《欧盟关于市场操纵行为的监管与立法实践》,载《证券市场导报》,2005年第1期,第36-42页,这里第36页。

③ "Communication from the European Commission, Implementing the framework for financial Market: Action Plan", [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/? uri=LEGISSUM](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM).

④同注②,第37页。

⑤ "Final Report of the Committee of Wise men on the Regulation of European Securities Market", https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf, 访问日期:2020-09-10.

⑥齐绍洲:《欧盟金融市场一体化及其相关法律的演进》,北京:人民出版社,2012年版,第210-223页。

⑦ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation(market abuse), OJ L 96, 12.4.2003, pp.16-25(EN).

⑧ Commission Directive 2003/124/EC, OJ L 339, 24.12.2003, pp.70-72(EN).

⑨ Commission Directive 2004/72/EC, OJ L 162, 30.4.2004, pp.70-75(EN).

⑩ Commission Regulation(EC) No 2273/2003, OJ L 336, 23.12.2003, pp.33-38(EN).

⑪李明良、李虹:《欧盟市场滥用监管框架修订草案述评——兼论金融犯罪罪责认定的客观化与社会化趋势》,载《证券市场导报》,2012年第11期,第10-14页,这里第11页。

⑫ "De Larosière Report", https://ec.europa.eu/info/files/report-high-level-group-financial-supervision-eu-chaired-jacques-de-larosiere_en, 访问日期:2020-09-10.

⑬刘春彦、林义涌、张景琨:《欧盟市场滥用行为监管法律法规汇编》,北京:中国金融出版社,2020年版,第4页。

⑭ Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522, OJL 88, 5.4.2016, pp.1-18(EN).

⑮ Commission Delegated Regulation(EU) 2016/1052, OJL 173, 30.6.2016, pp.34-41(EN).

⑯ Commission Delegated Regulation(EU) 2016/908, OJL 153, 10.6.2016, pp.3-12(EN).

⑰ Commission Delegated Regulation(EU) 2016/957, OJL 160, 17.6.2016, pp.1-14(EN).

⑱欧盟法的效力由高至低分别为条例、指令、决定、建议和意见。条例是欧盟最重要的立法形式,直接适用于所有成员国和欧盟机构,具有普遍拘束力。指令是欧盟协调各成员国的立法手段,效力仅次于条例,但须转化为成员国国内法才得以真正适用。决定不具有一般效力,仅对所涉及的主体具有拘束力。建议和意见则不具有法律效力。

⑲ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on invest-

ment services in the securities field, OJ L 141, 11.6.1993, pp.27-46(EN).

⑳益言:《欧洲金融工具市场指令(MiFID II)的影响分析》,载《中国货币市场》,2017年第11期,第69-73页,这里第70页。

㉑ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L 145, 30.4.2004, pp.1-44(EN).

㉒ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU, OJ L 173, 12.6.2014, pp.349-496(EN).

㉓2012-2015年间还相继爆发了欧洲银行同业拆借利率(EURIBOR)操纵和全球外汇基准(WM/R 汇率)操纵等案件。

㉔ Andrew Verstein, "Benchmark Manipulation", Boston College Law Review, 2015, pp.215-272, here p.216.

㉕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,第38-50页,这里第40页。

㉖刘春彦、林义涌、张景琨:《欧盟市场滥用行为监管法律法规汇编》,第21页。

㉗同上,第30页。

㉘ Amended proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation(market abuse), COM/2012/0421 final-2011/0295(COD).

㉙ Charles R. Korsmo, "High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy", University of Richmond Law Review, 2014, pp.520-610; Edgar Orteg Barrales, "Lessons from the Flash Crash for the Regulation of High-Frequency Traders", Fordham Journal of Corporate and Financial Law, 2012, pp.1195-1262. 转引自谢贵春:《跨境内幕交易与市场操纵:典型案例与执法策略》,载《证券市场导报》,2019年第2期,第55-68页,这里第57页。

㉚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,第72-77,这里第75页。

㉛盛学军:《欧盟证券法研究》,北京:法律出版社,2005年版,第227页。

㉜万先运:《欧盟证券市场滥用行为的法律控制》,载《求索》,2007年第7期,第79-81页,这里第80页。