

# 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：**同济大学 法学院 副教授 上海 200092

同济大学 法学院 硕士研究生 上海 200092

**中图分类号：**DF438.7

**文献标识码：**A

**文章编号：**1005-4871(2021)01-0119-15

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》<sup>①</sup>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,明确证券交易从业者不得从事破坏证券市场正常运行的操纵价格行为。<sup>②</sup>20世纪80年代末,欧共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),但仅局限于欧共体层面内幕交易的监管。这一时期欧共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。<sup>③</sup>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。<sup>④</sup>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》)<sup>⑤</sup>,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

<sup>①</sup> 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).

<sup>②</sup> 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。

<sup>③</sup> “Communication from the European Commission, Implementing the framework for financial Market: Action Plan”, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM>.

<sup>④</sup> 同注<sup>②</sup>,第37页。

<sup>⑤</sup> “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](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf), 访问日期:2020-09-10.

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授权制定的、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<sup>①</sup>，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》)<sup>②</sup>。《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》<sup>③</sup>《第2004/72/EC号指令》<sup>④</sup>与《第2273/2003号欧盟委员会条例》<sup>⑤</sup>。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<sup>⑥</sup>，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·

① 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。

② 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).

③ Commission Directive 2003/124/EC, OJ L 339, 24. 12. 2003, pp. 70-72 (EN).

④ Commission Directive 2004/72/EC, OJ L 162, 30. 4. 2004, pp. 70-75 (EN).

⑤ Commission Regulation (EC) No 2273/2003, OJ L 336, 23. 12. 2003, pp. 33-38 (EN).

⑥ 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。