

- 精研160余个案例、100余篇学术文献
- 归纳监管执法的逻辑以及经验性结论
- 透视内幕交易、操纵市场等行为底线
- 防范合规风险，提出应对之道

# 私募基金视野中的 资本市场行为 底线

案例、分析与防范

秦子甲 著  
刘思远

本书从近3年以来的250余个行政处罚决定、刑事司法判例中，精心撷取了160余个案例，对内幕交易、操纵市场、“老鼠仓”、短线交易、违规减持、违规信息披露等8种包括私募基金管理人在内的资产管理人展业中常见的违法（犯罪）行为，进行了全面而翔实地分析，既有学术观点支撑，又有大量的实务案例为证，为包括私募基金管理人在内的资产管理业者划出了8条鲜明的资本市场行为底线；运用归纳的方法，得出了若干经验性结论以指导实务的开展；最后，本书也从合规管理、风险控制角度，提出了若干防范与应对之道。

本书两位年轻作者的努力值得肯定。内幕交易、操纵市场等违法行为是资本市场的“毒瘤”，全社会应勠力同心，对此共同予以抵制，守住自身的行为底线，促进中国资本市场和资产管理行业的长远健康发展。

中国证监会 首任主席 刘鸿儒

市场的本质是一套规则体系，构成了经济活动的边界。市场参与者应对此洞悉，秉持良好的执业操守，监管者则应在此基础上保证规则的公平和开放，提升监管水平。第五次全国金融工作会议强调金融要服务实体经济，防范金融风险，深化金融改革的任务和金融回归本源要求，对降杠杆、注重金融行为监管作出了重要部署，本书是对此响应、促进合规经营的有益探索。

中国证券金融股份有限公司 董事长 聂庆平

本书有三个鲜明的特点：一是体例新，虽是案例书，但并非传统的一案一议，而是从众多案例中归纳出结论，更好地理解监管的逻辑；二是接地气，更多面向实务，相关结论可以指导实践；三是立意高，在重塑资管行业，加强行为监管的今天，本书对相关市场主体的展业是很好的合规提示，有助于中国资管行业的健康长远发展。


清华大学法学院 教授 汤欣

投资要守正出奇，追求卓越。合法合规、恪守资本市场的行为底线是守正的基本要求。

景林资产 创始人、董事长 蒋锦志

近年来，私募基金行业发展迅速，对资本市场乃至实体经济的影响日益显著。两位作者以此切入，收集了诸多行政处罚案例和刑事司法判例，对内幕交易、操纵市场等行为底线进行了分析，内容充实，思辨理性，理论性和实务性高度统一，有助于私募基金乃至其他相关金融机构从业人员审慎自律以及更好地合规管理；就整个行业而言，有助于私募基金人避免短期功利主义，回归“受人之托，代人理财”之本源，促进私募基金的良性发展。

龙马汇资本董事长 原方正证券董事长 雷杰

 独角兽工作室  
装帧设计



法律出版社官方微信

上架建议：法律实务



法  
研

Fons Justitiae

ISBN 978-7-5118-7634-8



9 787511 876348 >

定价：88.00元



私募基金视野中的  
资本市场行为  
底线

案例、分析  
与防范

秦子甲 刘思远 著

## 图书在版编目(CIP)数据

私募基金视野中的资本市场行为底线：案例、分析与防范 / 秦子甲，刘思远著. -- 北京：法律出版社，2018

ISBN 978 - 7 - 5118 - 7634 - 8

I. ①私… II. ①秦… ②刘… III. ①资本市场 - 法律 - 研究 IV. ①D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 032759 号

私募基金视野中的资本市场行为底线：案例、分析与防范  
SIMU JIJIN SHIYE ZHONGDE ZIBEN SHICHANG XINGWEI  
DIXIAN:ANLI,FENXI YU FANGFAN

秦子甲 刘思远 著

策划编辑 刘文科  
责任编辑 李峰云  
装帧设计 马 帅

出版 法律出版社  
总发行 中国法律图书有限公司  
经销 新华书店  
印刷 固安华明印业有限公司  
责任校对 马 丽  
责任印制 张建伟

编辑统筹 法研工作室  
开本 720 毫米×960 毫米 1/16  
印张 27.75  
字数 430 千  
版本 2018 年 3 月第 1 版  
印次 2018 年 3 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)  
网址/www.lawpress.com.cn  
投稿邮箱/liuwenke0467@sina.com  
举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939796  
咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)  
全国各地中法图分、子公司销售电话：  
统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036  
上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-7634-8

定价:88.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)



# 本书推荐

---

本书两位年轻作者的努力值得肯定。内幕交易、操纵市场等违法行为是资本市场的“毒瘤”，全社会应勠力同心，对此共同予以抵制，守住自身的行为底线，促进中国资本市场和资产管理行业的长远健康发展。

中国证监会 首任主席 刘鸿儒

市场的本质是一套规则体系，构成了经济活动的边界。市场参与者应对此洞悉，秉持良好的执业操守，监管者则应在此基础上保证规则的公平和开放，提升监管水平。第五次全国金融工作会议强调金融要服务实体经济，防范金融风险，深化金融改革的任务和金融回归本源要求，对降杠杆、注重金融行为监管作出了重要部署，本书是对此响应、促进合规经营的有益探索。

中国证券金融股份有限公司 董事长 聂庆平

本书有三个鲜明的特点：一是体例新，虽是案例书，但并非传统的一案一议，而是从众多案例中归纳出结论，更好地理解监管的逻辑；二是接地气，更多面向实务，相关结论可以指导实践；三是立意高，在重塑资管行业，加强行为监管的今天，本书对相关市场主体的展业是很好的合规提示，有助于中国资管行业的健康长远发展。

清华大学法学院 教授 汤欣

投资要守正出奇,追求卓越。合法合规、恪守资本市场的行为底线是守正的基本要求。

景林资产 创始人、董事长 蒋锦志

近年来,私募基金行业发展迅速,对资本市场乃至实体经济的影响日益显著。两位作者以此切入,收集了诸多行政处罚案例和刑事司法判例,对内幕交易、操纵市场等行为底线进行了分析,内容充实,思辨理性,理论性和实务性高度统一,有助于私募基金乃至其他相关金融机构从业人员审慎自律以及更好地合规管理;就整个行业而言,有助于私募管理人避免短期功利主义,回归“受人之托,代人理财”之本源,促进私募基金的良性发展。

龙马汇资本 董事长 原方正证券董事长 雷杰

本书虽关注私募基金,但其所述的行为底线也是证券从业人员应当恪守的。本书以案释法,条分缕析,全面又要言不烦,很值得一读。我向证券公司员工推荐此书,职业发展道路上应始终审慎合规。

中信证券 合规总监 张国明

资产管理行业秉持“受人之托,代人理财”的理念,为投资者提供资产管理服务。为促进行业发展,保护投资者利益,所有从业人员都应当有底线思维。私募基金作为资产管理行业的重要组成部分,也应当建立坚守底线、合规经营的基本管理制度。本书开行业之先河,详细介绍了私募基金行业可能触犯的内幕交易、操纵市场、短线交易等违法违规案例,对此进行了庖丁解牛式的分析,是资产管理行业风控合规人员,包括投资人员在内的,不可多得的学习材料。

华夏基金 法律总监 陈剑

长期看,声誉效应在资产管理行业的影响力将日益凸显,而声誉的积累不仅取决于能力,更关乎操守。作者基于多年的一线亲身阅历、感悟及思考,从真实案例中梳理出底线原则和规则适用尺度。本书中的经验性研究成果,对资管乃至金融从业人员避免误碰红线尤其针对性和启发性。

华菁证券 总法律顾问 段涛

景林资产的合规风控负责人和常年合规顾问在大量案例研究和实务经验的基础上写成了本书。景林资产一直高标准地执行合规要求,着力为客户提供优质的资产管理服务。

景林资产 法定代表人、总经理 高云程

在监管严格、责任重大的资本市场上,竞天公诚律师一直与公司内部法务并肩战斗,为上市公司、投资基金、中介服务机构等各种资本市场主体的合规发展保驾护航。本书内容凝结了竞天公诚合伙人刘思远律师多年的执业经验和心得。

竞天公诚律师事务所 创始合伙人、原证监会发审委委员 白维

注册会计师是资本市场的重要参与者,因此当然也会成为证券监管机构的监管对象。注册会计师需要了解、熟悉、掌握以及恪守资本市场的行为底线,谨慎合规执业,严格做到勤勉尽责。我相信,本书对注册会计师行业的同仁会有相当程度的参考价值。

毕马威华振会计师事务所 首席合伙人 邹俊

本书作者毕业于清华大学法学院,法学理论扎实,也有丰富的金融法律实务经验。本书的重要特点在于,对证券禁止行为认定标准的分析,是建立在对我国近三年 250 余个证监会行政处罚和人民法院司法案例的基础上,对该等认定标准进行了类型化归纳,是对我国执法与司法实践的理论提炼与总结。其既有普遍性,也结合到私募基金行业的特点,对资本市场专业人士、监管人士、司法实务

人士及法律研究者都有重要的参考意义。

华东政法大学国际金融法律学院 副教授 肖宇

本书从“资本市场的行为底线”这一特殊而有益的视角出发,通过对案例的详细归纳和系统分析,勾勒出资产管理行业的行为准则,对于资产管理业者及其他资本市场从业人员的实践均具有较强的指导意义,所提出的很多问题也值得理论界深入思考。

厦门大学法学院 毛海栋

本书不仅从法律视角,也基于实务立场对中国的内幕交易监管制度作了一个全面的分析。我们和本书作者有不少交流,他们的洞察和灼见对一家像我们这样的西方公司形成合规的中国市场战略非常有价值。对任何一位想了解中国内幕交易监管的人而言,我都非常愿意推荐本书。

高临咨询(Third Bridge)董事兼全球销售总监 Joshua Maxey

本书就私募基金及相关财经人士可能涉及的证券违法行为进行了系统总结,通过案例去发现证监会的执法逻辑。为防“难免不湿鞋”,应学而时习之。

财新传媒

本书作者均是智合的长期合作伙伴,有丰富的实务经验和理论功底。本书堪称证券合规实践领域教科书级的著作。

智合法律新媒体



本书以证监会大量行政处罚案例为样本,不仅在个案上抽丝剥茧,剖析案件症结;更可贵的是,作者在尝试洞察处罚的标准,清晰地为从业人员划出八条行为底线以及底线上的刻度,为规范运作实务提供了宝贵资料。

他山咨询

本书以准“大数据”思维,通过大量案例归纳出的经验性结论,如内幕交易中的异常交易标准、操纵市场认定的有关指标等,对我们实现“为私募基金管理人打造全新一代数据驱动的智能风控资管平台”的目标极为有益。我们相信本书作者的努力以及技术的力量,都将持续推动我国资本市场的健康发展。

迅策科技

# 努力理解监管逻辑，恪守私募合规义务 (代前言)

---

秦子甲

—

截至 2017 年年末,我国基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构的资产管理业务总规模约为 53.6 万亿元;<sup>[1]</sup>其中,私募基金管理人所管理的资产规模突破了 10 万亿元,达到 11.10 万亿,<sup>[2]</sup>这无论如何不是一个小数。上述资产管理规模从一个侧面反映了我国改革开放 40 年来的伟大成就,中国人民实实在在地富裕了起来,进入了新时代。由此,也衍生出一个蓬勃发展中的资产管理行业,围绕着国内外资本市场,受人之托,广泛配置资产——把分散的资金聚沙成塔,进一步投资于未来,推动社会经济文化的向上升级和向前发展——也力争为客户带来财富上的保值增值。这是一个经济良性发展的闭环。

但“闭”环不能有逻辑链上的缺陷。上述链条中可能较明显的逻辑瑕疵是,资产管理业者——不仅仅是资产管理人,这一般是法人;更应指向一个个资产管理行业的从业者、自然人——其职业道德不胜任怎么办,其执业行为不合规怎么办。委托人如何敢把财产委托给这样的管理人或资产管理业者,岂不是与虎谋

---

[1] 《50 万亿资管增速大降温:机构私募规模全系收缩》,资料来源 <http://finance.eastmoney.com/news/1353,20180110820655977.html>,最后访问时间 2018 年 1 月 11 日。

[2] 中国基金业协会:《中国证券投资基金业协会 2017 年私募基金登记备案综述及 12 月私募基金登记备案月报》。

皮?中国证券投资基金业协会洪磊会长曾指出:忠实履行受托人义务是资产管理行业存在的基础,勤勉尽责、诚实守信、专业规范是行业发展的生命线。私募基金管理人的核心竞争力不仅体现为业绩表现,更体现为诚信守规意识、合规风控能力。<sup>[1]</sup> 诚哉斯言!在私募行业逐步向纵深发展的时候,强调合规理念,保障基业常青,有着现实与长远的意义。

在笔者于2017年出版的《私募基金法律合规风险管理》一书最后一章中,笔者在私募基金语境下提出了“监管底线”和“行为底线”一说,但并没有对“行为底线”概念充分展开。近年来,随着中国证监会并联合公安(经侦)机关监管执法力度的加强,资产管理业者违反自身合规义务(如从事“老鼠仓”、内幕交易、操纵市场等活动)的案件已被屡屡曝光,相关法人或自然人被科以行政处罚甚至刑事处罚,让人震惊和痛心。<sup>[2]</sup> 为此,笔者以及从事证券合规业务的竞天公诚律师事务所合伙人刘思远律师感到,有迫切的必要对若干资本市场的“行为底线”加以梳理和审视,以帮助资产管理业者更好地履行自身的合规义务,也有助于笔者自身及开展合规管理工作的同仁们更好地履职,应对相应的合规风险和监管压力,这是我们撰写本书的第一个目的。

## 二

笔者在日常工作中,经常会和基金经理、研究员交流合规事项,也会和负责合规管理的同行切磋沟通,对投资业务人员认知法律的现状有所了解。坦率说,经过了多年的高等教育和执业实践,要说其对什么是内幕交易、“老鼠仓”完全不懂,这是不符合现实的,他们懂。但如果要深入具体的细节,可能就似是而非了。有些投资业务人员往往已经习惯了自己的投资视角和投资逻辑,叠加自己对证券法法理的朴素认知,不自觉地就忽视了现在的监管逻辑。如果有时还刚

---

[1] 秦子甲著《私募基金法律合规风险管理》,法律出版社2017年版,序一。

[2] “(2017年)全年作出行政处罚决定224件,罚没款金额74.79亿元,同比增长74.74%,市场禁入44人,同比增长18.91%,行政处罚决定数量、罚没款金额、市场禁入人数再创历史新高”。参见中国证监会:《2017年证监会行政处罚情况综述》, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171227\\_329694.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171227_329694.html); 另可参见中国证监会:《证监会部署专项执法行动第四批案件 严厉打击私募基金领域违法违规》, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171208\\_328548.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171208_328548.html), 以上最后访问时间:2017年1月8日。

擅自自用,其实风险甚大。

试举“内幕交易”行为底线中的几个例子:

第一,内幕交易(罪)的构成与事先获知的内幕信息是否最后兑现无关(详见本书第2.1节)。看如下案例:<sup>[1]</sup>

2012年3月9日至11日,时代科技公司欲收购迪庆泰安矿业和安格隆矿业。同年4月5日至7日,被告人韩某等赴云南实地考察,并与迪庆泰安矿业和安格隆矿业负责人达成合作意向。4月10日,时代科技公司发布重大事项停牌公告。5月8日,时代科技公司决定终止对外投资意向,股票复牌。

2012年4月6日,被告人韩某与杨YS电话联系时将时代科技公司重组的内幕信息泄露给杨YS。4月9日,杨YS操作“唐MS”“陈某某”账户买入时代科技股票1,633,686股,交易金额9,432,237元。后唐MS和杨YS于同年5月9日至8月3日抛售上述股票,亏损约300万元。中国证监会认定,上述重大投资事项在公司披露前属于内幕信息,其价格敏感期为2012年3月11日至2012年4月10日……法院判决,被告人韩某犯内幕交易、泄露内幕信息罪。

实务中,有人可能会认为,时代科技公司的收购事项最终没完成,这条内幕信息就不成立。显然,监管并不是这样的逻辑。与上市公司有关的非公开信息只要达到了重大性标准,内幕信息就成立;在该信息被公开前,都属于内幕信息敏感期,基于敏感期内已形成内幕信息的交易均为内幕交易。

与此相关的还有一种情况,有的投资业务人员认为,我们已经决定不跟进某上市公司重大项目了,所以就可以在二级市场交易股票了。是这样么?关键还是要看在不跟进前获得的信息是否已形成内幕信息。如果内幕信息形成——不管该信息未来走向——那么就不能够进行交易。否则,很难证明你后来的交易完全不是依据内幕信息,或者说这中间的证明成本很高;而一旦被稽查立案,即便最终努力自证了清白,有些基金投资人也很可能已经依照相关合同的约定早早撤资了。

第二,那么何谓“公开”呢,中国证监会在下面的案例中做了明确的阐述(详见本书第2.3.3节):<sup>[2]</sup>

[1] 《浙江省绍兴市中级人民法院刑事判决书(2014)浙绍刑初字第12号》。

[2] 《中国证监会行政处罚决定书[2017]5号》。

中国证监会认为,2015年10月9日唐港实业召开的会议讨论了重组方案、决定制定重组进程表并且在会后向上交所提交了《发行股份购买资产交易进程备忘录(一)》,内幕信息在该日形成。内幕信息的公开应该在指定平台上,发布主体应该是上市公司。媒体宣传、专家荐股、政策文件等外部信息的传播不属于法定的内幕信息公开方式,不等同于内幕信息的公开。

在中国证监会处罚委于2017年11月编辑出版的《证券期货行政处罚案例解析》(第1辑)中,相关案例解析也提到:“如果在上市公司于指定媒体发布公告前,有关媒体,包括指定媒体率先以公告之外的其他形式披露了内幕信息,并不构成‘内幕信息公开’,只有等到该信息在指定媒体公告时,才算是公开”<sup>[1]</sup>

有人可能认为,某项信息在互联网、股吧上都能看到,或者在有关投资者开放日上就已经对着一群研究员介绍过了,这就算公开了,至少在投资圈里是公开了,你们合规人员、律师不在圈内,不要那么敏感。但笔者认为,根据上述中国证监会在2017年的最新意见上看,这种观点是不成立的。内幕信息的公开是要式的,应该“在指定平台上”,这才是监管的逻辑。

第三,关于内幕信息是否已经公开,还需要进一步把握内幕信息内容的“层次性”,请看下面的案例(详见本书第2.3.2节):<sup>[2]</sup>

2014年4月9日,福建省平潭管委会在平潭发展召开现场办公会,平潭发展董事长刘某S汇报了平潭发展与康辉旅行社合作进行旅游开发的计划。7月30日,刘某S等人陪同康辉旅行社代表向平潭管委会汇报规划进展情况……9月12日,平潭发展、康辉旅行社和平潭管委会签署三方投资框架协议书,内容为平潭发展、康辉旅行社拟在平潭岛投资旅游综合开发项目,投资总额20亿元。9月16日,平潭发展公告签署框架协议书事项。

中国证监会认为,上述投资20亿元综合开发项目及签署框架协议属于内幕信息,其形成于2014年7月30日,公开于9月16日。内幕交易行为人陈Y提出:……与康辉旅行社进行旅游项目协商的信息,平潭发展于2014年5月31日已经公告,其不具备非公开性,不构成内幕信息。但中国证监会进一步认为:5月31日公告披露的是平潭发展与平潭管委会两方签订《战略合作框架协议

[1] 中国证监会处罚委编:《证券期货行政处罚案例解析》(第1辑),法律出版社2017年,第47页。

[2] 《中国证监会行政处罚决定书[2016]50号》。

书》,虽然提及平潭发展将引进港中旅、康辉总社等国内大型国有旅游企业对平潭岛进行开发,但仅是平潭发展单方构想,港中旅、康辉总社等旅游企业是否与平潭发展合作尚无法确定。7月30日的会议确定平潭发展与平潭管委会、康辉旅行社三方共同投资,这在合作内容、项目名称与运作主体方面均发生了实质改变,5月31日的公告并不影响对7月30日会议内容作为内幕信息的认定。

因此,对于上市公司的某一具体项目、交易或事项,不能光看是否已经有正式公告就完了,还要看公告的具体内容。如果上一份公告只涉及项目、交易的框架,不涉及项目、交易的细节,而这些细节后来又陆续形成且具有重大性,这就表明生成了新的、下一层次的内幕信息。有时候,一些投资业务人员常会说,某项信息早已经公开了,不要太敏感,甚至拿出了公告的文本。但要知道,监管的逻辑是,你是否还知悉了不在公告内容里面的其他重要信息呢?如果对此大而化之,那就很有可能会带来合规风险。

逐一梳理这些案例,笔者有时真是手心里捏着把汗。对比目前一些从业人员的认知,深深感到普法之路道阻且长,但又不得不为,且理应当为。这既是自身作为公司合规官的履职使命和职业担当;在相当程度上,也是履行一名法律人和资产管理从业者的社会责任。消弭投资业务人员和监管执法人员之间对法律法规认识的理解差、预期差,是对私募基金管理人本身的风险防范和保护;这对私募基金管理人的健康稳定发展是必要而有益的,对其逐步建立市场信任,包括在有深度价值和长远情怀追求的专业投资者、高净值投资者心中,形成良好口碑和合规美誉是必要而有益的。这正是我们撰写本书的第二个目的。

### 三

综合上面两个目的,本书希望站在市场的角度,着力通过对公开案例的研究,努力去理解监管执法的逻辑,旨在更好地指导实务中的合规管理,更好地为私募基金管理人——当然也可延伸至其他市场主体——把控好合规风险。

关于监管的逻辑,笔者目前大概有如下几点心得,姑妄言之,和同行尤其是投资业务人员交流:

首先,资本市场是法治化的市场,市场经济是法治经济。投资逻辑只是私募行业展业的一个方面。当我们面对立法,面对监管规制时,除了投资逻辑,还必

须敬畏监管的逻辑。监管逻辑的背后,其实是市场的公平、公开和公正,是对市场全体投资者合法权益的平等保护,是资本市场本身存在和发展的根基。片面强调己方的投资逻辑,挑战更宏观的监管逻辑,既是短视的,也是风险性的,更可能是毁灭性的。

其次,监管逻辑和投资逻辑不同,可以从如下四个层面加以认识:

一是监管机构越来越强调依法行政。作为市场主体,要尊重法律,全面理解法律;不能仅仅根据己方的利益望文生义,甚至断章取义。

二是监管机构越来越得到监管科技(Reg-tech)的赋能。证券交易所的大数据系统可以通过事后追溯,发现很多异常交易。市场主体在事前不能再有侥幸心理。所谓“合规是生命线”,就是一旦逾越了行为底线,后果可能是不可接受的(详见本书第1.2节)。

三是监管机构和监管人员不是上帝,因而不具备穿越到过去或进入你的主观内心去进行调查的能力。客观证据并从客观推断主观,才是事后调查的核心。因此,不要忽视有些事前的留痕工作,勿以善小而不为。

四是站在监管的立场上,秉持其对被监管者的“职业怀疑”态度并非不可取。有人喜欢强调投资逻辑,不懂得换位思考。很多事实,其实可以做多个维度的解释,如果换到监管者的立场,往往能形成对你不利的解释。监管者不是上帝,他有权合理怀疑,如果不在事前采取合规措施做好防范,那只能在事后穷尽可能去自证清白。且不说证明的代价高昂,甚至存在找不到客观证据、“百口莫辩”的可能。这时,冤枉可能只是你个人的主观感受,如果事后没有充分的客观证据对你的观点加以支持,其他芸芸众生岂能信服。如果这都可以,那么无论真的假的,只要事后三呼冤枉就行了,社会岂不乱套?

尽管如此,笔者及刘思远律师不是监管人员,我们不能保证本书就正确无误而又全面地揭示了监管的逻辑。为了防范这样一种归纳不周延、解读不准确的风险,我们在书中尽可能多地铺陈了案例,以加强论据的充分性,提升论证的证明力,增加结论的可接受性。我们保证以最大的善意(good faith),通过案例微言大义,“努力”去理解监管的逻辑,并和读者分享。

#### 四

2018年的首个工作日,中国证监会主席刘士余同志就来到证监会稽查局和

稽查总队进行工作调研,他指出,“要运用大数据、云计算和人工智能为代表的现代信息技术,提升稽查执法的能力与效率……加大违法成本,加重法律责任,有效打击和惩治市场违法违规”。<sup>[1]</sup>

可见,监管部门对资本市场违法违规行为、突破行为底线的行为持续地保持高压。我们最善意地希望,通过合规官和证券合规律师的共同努力,私募基金管理人、资产管理行业中的资产管理人及其从业者都能更好、更合规、更长远地展业,进一步推进我国资本市场在新时代的健康发展,更高效地配置资源,更有力地支持实体经济,更坚实地提升中国经济的实力和综合国力,也实现让更多中国人民分享财富增值、共同富裕的目标。

欢迎各位同仁就本书主题相关内容与我们进一步切磋和探讨。正如美联储前主席格林斯潘在其专著中所称,“面对十多万文字,我所习惯的概率思维提醒自己,错误总是不能完全规避。”<sup>[2]</sup>笔者也深知,书中肯定还有很多不足,有些可能是我们自身的认知错误,有些也有待理论和实践的进一步发展。我们为错误的部分负责,但也希望以此为契机,更好地求教于方家,让我们在智识上共同取得更多的进步。

2018年2月1日

---

[1] 中国证监会:《刘士余调研指导稽查执法工作》, [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201801/t20180105\\_332022.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201801/t20180105_332022.html), 最后访问时间:2018年1月8日。

[2] [美]艾伦·格林斯潘:《动荡的世界:风险、人性与未来的前景》,余江译,中信出版社2014年版,第256页。



## CATALOG

## 目 录

努力理解监管逻辑,恪守私募合规义务(代前言)	1
第一章 导论	1
1.1 行为底线的含义	3
1.2 决不能突破行为底线	8
1.3 本书的特点和说明	14
第二章 内幕交易	19
2.1 概述	25
2.2 内幕交易(罪)的主体	30
2.2.1 两种主体类型	31
2.2.2 “知悉”内幕信息的判断	40
2.2.3 关于境外主体	51
2.2.4 警示:研究员内幕交易	55
2.3 内幕信息	58
2.3.1 一般概念	58
2.3.2 内幕信息敏感期与形成时点	70
2.3.3 内幕信息的公开	102

2.4	内幕交易行为	106
2.4.1	违法(犯罪)行为类型	106
2.4.2	异常交易行为	113
2.5	行政责任	122
2.5.1	归责	122
2.5.2	抗辩	139
2.5.3	违法所得的计算	143
2.5.4	行政处罚	156
2.6	刑事责任	165
第三章 操纵市场		177
3.1	概述	182
3.2	价量(交易)型操纵	193
3.2.1	连续交易操纵	193
3.2.2	约定交易操纵	208
3.2.3	洗售操纵	210
3.2.4	特定时间操纵(非连续交易)	214
3.3	信息型操纵	217
3.3.1	蛊惑交易操纵	217
3.3.2	“抢帽子”交易操纵	218
3.3.3	信息披露操纵	225
3.4	行为型操纵	233
3.4.1	虚假申报操纵	233
3.4.2	利用信息技术优势操纵	247
3.5	其他操纵(另一种范畴)	250
3.5.1	债券市场操纵	250
3.5.2	期货市场操纵	252
3.5.3	新三板市场操纵	257
3.5.4	跨境操纵	261

3.5.5	关于跨市场操纵的讨论 .....	264
3.5.6	提示:证券交易所认定的异常交易 .....	270
3.6	法律责任 .....	289
3.6.1	归责 .....	289
3.6.2	违法所得的计算 .....	296
3.6.3	处罚 .....	301
<b>第四章</b>	<b>其他行为底线 .....</b>	<b>309</b>
4.1	利用未公开信息交易(“老鼠仓”) .....	315
4.1.1	概述 .....	315
4.1.2	几个具体问题 .....	323
4.1.3	处罚 .....	331
4.2	短线交易 .....	336
4.3	违规减持 .....	345
4.3.1	2015 年股灾中的违规减持 .....	345
4.3.2	私募基金的限售、减持规定 .....	353
4.3.3	私募基金管理员工担任上市公司董事、监事的限售、 减持规定 .....	358
4.4	违规信息披露 .....	360
4.5	利用他人账户从事证券交易 .....	370
4.6	非法经营证券业务(配资) .....	372
<b>第五章</b>	<b>守住行为底线 .....</b>	<b>379</b>
5.1	对于内幕交易的防范 .....	381
5.1.1	信息隔离墙制度 .....	381
5.1.2	其他防范措施 .....	386
5.2	对于操纵市场的防范 .....	389
5.3	其他综合性防范 .....	392
5.4	违规责任的厘清 .....	399

参考文献 .....	409
附录 私募基金管理人行为底线相关法律规定 .....	416
一个面向未来的余论(代后记) .....	419
致谢 .....	420

# 第一章 导 论



## 1.1 行为底线的含义

近年来,随着中国人民收入的增加和财富的增长,资产管理市场和资产管理行业蓬勃发展。其中,旨在为高净值人士(专业投资者或普通合格投资者)理财的私募基金市场方兴未艾。截至2017年9月末,在中国证券投资基金业协会(以下简称基金业协会)登记的私募基金管理人已达21,216家,备案私募基金61,522只,管理基金规模10.32万亿元,私募基金管理人工总数23.24万人,已具相当规模。

在此背景下,对包括私募基金管理人在内的资产管理人及其从业人员的行为加强监管,维护健康、稳定的资本市场秩序,保护投资者权益,便成为一项重要的工作。就私募基金而言,其投资者主要是高净值人士、合格投资者,乃至专业投资者。<sup>[1]</sup>相对于一般的普通投资者而言,这一人群的风险承受能力较高、投资专业知识较多,但并不等于说,这类投资者的合法权益就可以不受保护;只能说,对此需要有差异化的投资者权益保护框架。<sup>[2]</sup>中国证监会对私募基金原则上采取“底线监管”。<sup>[3]</sup>但此处的“底线”作何理解?能否从一种政策宣示变为更具可操作性的法律概念,似有探讨的空间。依本书对此的浅见,按照事前、事中、事后监管的分析框架,对“底线监管”中“底线”的理解有两种:

第一种称为“监管底线”,它对应于事前监管和事中监管。对于监管底线,监管人员可以即时发力。比如,事前可以通过具体的许可行为(含登记、备案等准许可行为)进行监管,事中可以通过现场和非现场检查行为进行监管。对私募基金管理人而言,其必须在基金募集和运作的过程中,积极、主动地遵守这一类

---

[1] 专业投资者的概念,可详见中国证券监督管理委员会《证券期货投资者适当性管理办法》第8条。

[2] 朱慈蕴:“无论从投资者的适当性、私募基金规模分布的离散性,还是从私募基金主体、行为、策略的多样性、风险收益结构的差异性等多个维度,私募基金与公募基金都有较多的不同,对此需要有一个新的视角去加以认识。”参见秦子甲:《私募基金法律合规风险管理》,法律出版社2017年版,序二,第1页。

[3] 参见马婧妤:《证监会划定私募基金监管底线》,载新浪财经:<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20140607/021119341397.shtml>,最后访问时间:2017年5月14日。

虽然如此, 这里我们应该非常小心。摹状词是语言学用语; 实际上本书讨论的一个重要内容是与这样的摹状词相联系的识别性条件 (*identifying conditions*)。

我用识别性条件表示只有一个事物可以满足的一元条件。<sup>①</sup> 经典的例子是用限定摹状词 (*definite descriptions*) 表达的条件, 如 *being the king of France* (是法国国王)、*being the author of Waverley* (是《威弗利》的作者) 等。我用斜体标识识别性条件。因此, 如果使用这种方法, 之前我对卡普兰术语的解释或许效果更好。上面以克林顿本人作为其中一个成分的单称命题可以用一个普遍命题来表达, 该普遍命题含有一个识别性条件, 说话人将该识别性条件与作为其中一个成分的 Clinton 这个名字相联系, 整个命题大致意思是说满足这个条件的任何人都喜欢吃腌菜汉堡包。

描述主义认为是克林顿所满足的某识别性条件与我对这个名称的使用相关联, 并成为我所表达的命题的一部分。这个识别性条件也许来自该说话人的信念, 如 *being the current President* (是现任总统)、*being Hilary's husband* (是希拉里的丈夫) 或者 *being the man who beat Dole* (是击败多尔的那个人); 也可能来自语言起作用的方式, 如 *being the man the speaker has in mind when he uses "Clinton"* (是说话人在使用 Clinton 时所想到的那个人)。根据描述主义的观点, 即使我们使用相同名称, 我的所言与你的所言也不可能完全相同, 至少在其最初的形式上。

有两个论据支持指称主义理论。第一个论据来自反事实真值条件。指称主义理论对这些条件似乎做出了正确解释——至少对于很多情况如此。也就是说, 它似乎对那些使我们的话语在其中为真的可能世界或情境做出正确预测。与 Clinton 相联系的那些识别性条件似乎不是这其中的一个因素。假设我错误地认为克林顿是现任总统, 而事实可能是在我写这些句子的几小时前他因丑闻已经辞职并且戈尔已经宣誓就职。那么需要谁喜欢吃腌菜汉堡包才会使我的陈述为真呢, 是戈尔还是克林顿? 显然是克林顿。我的这句话为真仅当某个人——我错误地认为他有这些性质——即克林顿喜欢吃腌菜汉堡包; 我的这句话为假, 如果他不喜欢吃腌菜汉堡包 (译者注: 原文中结果先于条件的语序在学术英文语体中较常见, 译文保持原语序不变, 下同)。关于他的其他事情都不重要。

第二个论据来自说话相同 (*samesaying*)。指称主义的解释, 在说出相同内

<sup>①</sup> 在其他地方, 我使用弗雷格 (Frege, 1892) 的术语“呈现模式” (*mode of presentation*) (*Art des Gegebenseins*) 表示这个概念。



利益,社会危害性更大。从某种程度上说,行为底线是比监管底线更低的一条底线;从刑法学角度来说,这是守护社会主义良好市场经济秩序的一条红线。

二是行为的隐蔽性。尽管社会危害严重,但行为底线所涉及的行为往往比较隐蔽,很难查证。拿内幕交易来说,在证券交易所采用“大数据”系统之前,<sup>[1]</sup> 股价异动和一些账户买卖时点之间的关系极难被发现,导致内幕交易的取证非常难,难以证明当事人“知悉”内幕信息——这是主观上的——然后,又“利用”内幕信息从事了内幕交易。对操纵市场来说,亦是如此。如果没有强大的技术监控和留痕手段,散布于各处的中国大小投资者、投机者,每天在证券市场中不断地交易买卖,如何证明其违法?此外,对于利益输送、不公平交易等行为来说,除非监管者坐在交易者身边看着他下单,否则从事后的角度,要通过非单一口供证据来证实存在该等不法行为,何其难也——因为当事人未必愿意配合调查,有时必须考虑“零口供”办案。办案人员不是上帝,不存在一个“上帝视角”全方位地知晓一切,审视一切。因此,从事后稽查的角度,行为底线涉及的各种行为曾经都是很隐蔽的;现在有了“大数据”系统,技术力量得以提升,但该等行为与其他违法犯罪行为相比,仍是较隐蔽的。

三是攫利的诱惑性。人总体上是理性的,会计算收益和成本。如果突破行为底线的成本很高,收益却不高,那就没什么意义,也无须在此长篇大叙。但事实是,突破行为底线的收益很高,尤其是未被发现时,简直是暴利。举例来说,自然人王 SF 操作四个账户在 2010 年 12 月 29 日至 2011 年 1 月 13 日期间内幕交易“ST 甘化”,仅 16 个自然日,获利约 585 万元;<sup>[2]</sup> 唐 HB 利用其实际控制的账户组在 2016 年 2 月 4 日至 6 月 23 日操纵“小商品城”,不到半年,共计获利约 4188 万元;<sup>[3]</sup> 等等。这样的诱惑,就会刺激一些人违法犯罪,铤而走险;更何况,这些行为以前还是较隐蔽的,不易被发现,违法成本很低。尽管近年来技术手段提升后,违法成本已开始上升,但成本是否已超过了攫利的诱惑,尚不可定论。

四是后果的严重性。由于行为隐蔽(违法犯罪成本低),收益颇丰(违法犯

---

[1] “尤其是 2013 年下半年大数据分析系统应用于内幕交易案件查处以来,内幕交易犯罪案件数量出现了爆发式增长。”参见刘克权:《内幕交易违法所得司法判断规则研究》,载《中国法学》2015 年第 6 期。

[2] 参见《中国证监会行政处罚决定书[2014]57 号》。

[3] 参见《中国证监会行政处罚决定书[2017]21 号》。

罪收益高),社会危害较严重,所以法律必须对此科以严厉的惩罚,有时甚至动用刑罚,方能产生威慑,剿灭投机和侥幸心理,加强对违法违规行为的遏制,这是必然的规制路径。对于行为主体而言,这就必然带来违法后果的严重性。轻则接受行政处罚——近年来,上亿元的罚没款已经出现——重则有牢狱之灾,需要承担刑事责任。本书第 1.2 节会对此进一步展开讲述。

综上,本书认为,所谓资本市场的行为底线,是指在资本市场领域,由法律、行政法规及其他规章、规则明确禁止的一类投资操作行为;尽管该类行为较隐蔽且可以给当事人带来较大利益,但其社会危害大,造成十分严重的法律后果。对私募基金管理人来说,由于其重声誉、高效率的特点,<sup>[1]</sup> 扼守行为底线,就有格外突出的意义——由于重声誉,着眼长远的私募基金管理人会十分忌惮被行政处罚(更遑论承担刑事责任);但由于高效率,其往往又有较强的逐利冲动,这二者之间的张力,可能正是私募基金管理人与行为底线之间关系的写照,体现出合规风险管控的微妙平衡,这正是本书的核心旨趣所在。

结合目前私募基金的实践情况,本书将主要围绕中国证监会会机关公布的 2014 年以来行政处罚案例,重点讲解如下八种行为底线:

一是内幕交易。无论是私募证券投资基金还是私募股权投资基金,只要私募基金管理人或其员工有这方面的投机故意(比如为了业绩激励),都很容易触碰这条底线;尤其是前者,还容易因过失而触碰红线——比如不知道已经进入内幕信息敏感期,未把相关股票列入限制交易名单。内幕交易涉及的各种法律概念十分复杂,而且各国立法对此的规制都有一个历史演进过程。这往往成为立法论、比较法意义上学术研究的主题——从而导致不少市场人士在实践中对此的认识似是而非。比如,有些市场人士认为自己有发达资本市场的美国相关协会颁发的 CFA 资格,就已经系统学习过内幕交易方面的知识,足以应对监管,但他们其实对中国(不包括中国港澳台地区)目前的实定法律和监管实践并不十分熟悉,这就存有明显的合规风险。

二是操纵市场。这对私募证券投资基金很有意义,尤其是一些策略为模型、量化、高频的交易型私募基金。目前,监管机构对证券交易行为的监控日益升

[1] 详见秦子甲:《私募基金法律合规风险管理》,法律出版社 2017 年版,第 19~20 页。

级,并更加倚赖“大数据”系统。比如,监管机构已经把虚假申报列入操纵市场的一种类型——这种类型在2005年全面修订的《证券法》中是没有明确列示的。虚假申报和异常撤单有关,这可能会影响某些采取特定交易策略的私募基金,无论该等策略是依靠人工还是计算机系统来最终实施。因此,把握操纵市场这一行为底线的细节,有助于明确并消除相关交易策略中的合规风险。

三是利用非公开信息交易,俗称“老鼠仓”。和公募基金一样,私募证券投资基金管理人及其员工也不能实施“老鼠仓”行为,这对私募基金投资者极不公平,属于背信行为。为了保护私募基金投资者的利益,需要明确这一底线。

四是短线交易。这是一条技术性很强的条文,对证券法律不熟悉的市场人士极易忽视该事项。但根据我国《证券法》规定,一旦进行了短线交易,也会触发行政处罚,给当事人,尤其是重声誉的私募基金管理人带来负面评价。

五是违规减持股票。这在2015年年中A股市场剧烈波动中(以下称股灾)体现得尤为明显,不少市场主体因此而遭到行政处罚。本书认为,违规减持背后的主要原因是相关当事人不熟悉证券法律法规,又为高额利益所诱惑。本书拟对与私募基金管理人有关的各种股票减持规定予以梳理和总结。

六是违规信息披露。这往往也是因为对证券法律法规不了解、不专业所容易发生的一类违规情形,本书拟对此进行梳理总结。

七是利用他人账户进行交易。与上述六种行为相比,该行为的社会危害性总体上不明显,但这也不是绝对的。在2015年A股股灾中,一些行为主体利用他人账户开立子账户、虚拟账户,然后通过配资加大杠杆,以谋取暴利;在股价趋势反转后,杠杆的存在放大了全市场的波动,造成“踩踏”效应和系统性风险,从整体上给市场带来了重大损失。一个似乎微不足道的、隐蔽的行为,在被广泛利用后,产生了如此惊人的能量,令人瞠目。因此,这条行为底线也必须坚守。

八是非法经营证券业务,主要是非法提供证券交易的配资。有些资产管理公司(或当时已登记为私募基金管理人)的经营模式就是提供配资,然后赚取固定的利差,这其实也是2015年A股股灾发生的一个较直接原因。

至于不公平交易和利益输送,本书认为这两个概念比较笼统,其内涵和外延均尚未被现行法律、行政法规等加以明确。在比较法和学理上,对此也莫衷一是,迄今尚无定论。本书以法律解释论为基本立场(详见本书第1.3节),此处

不再展开讨论。

最后,就虚假陈述等信息披露违法违规行为而言,这是一类重要的证券违法行为,也是资本市场的行为底线。但这类行为的主体往往是就重大经营、财务信息承担信息披露义务的上市公司(根据上下文,也可包括新三板挂牌公司),而目前上市或挂牌的私募基金管理人非常少,所以该类违法行为不会成为私募基金管理人所主要面对的行为底线,本书对此从略。

## 1.2 决不能突破行为底线

行为底线对于私募基金管理人十分重要,是其经营发展的“红线”,是决不能触碰,不能被突破和逾越的。行为底线一旦被突破,后果十分严重,甚至可能是私募基金管理人所不能承受的。对于突破行为底线的后果,本书初步总结如下:

### » 产生极为负面的社会声誉评价并带来市场后果

声誉是私募基金管理人及私募基金经理的核心资产。私募基金面对的投资人是各国监管均要求的“合格投资者”,也可认为是财富高净值人士。其相当的财富规模使之可以承受较高的投资风险,但也必然伴随其对基金管理人能力的高要求——否则,合格投资者群体为何不选择投资其他金融工具呢,比如公募基金、银行理财产品等。此处的能力,不仅是专业投资水平,也包括合规风控水平、职业道德水准以及投资哲学等价值观,背后则更指向严格的、对受托人实践勤勉、忠实之商业伦理的高度信任,这些都将凝结成声誉。声誉是经时间沉淀和醇化后,合格投资者对受托管理人的高度信任,并在历史和现实中加以集中呈现的口碑和美誉。<sup>[1]</sup>可以这样认为,没有声誉和信用丧失的私募基金管理人,根本

---

[1] 英国剑桥大学国王学院终身院士艾伦·麦克法兰(Alan Macfarlane, 1941~)教授指出:英国律师发明了财产信托(trust),一群受托人(trustees)受命合作,共同持有和管理财产,并集体决策。信托导致英格兰发展成了信任和开放的世界。互相信赖对方的诚信,这个元素在英格兰的社会结构中,较之在任何其他国家,更加紧密地黏合了人与人之间、阶级与阶级之间的关系。整个体系建立在信任的基础上,英格兰人推定可信任性(trustability)处处存在,反之,这种推定又创造了信任。英格兰由此成为现代世界的源头。参见[英]艾伦·麦克法兰主讲:《现代世界的诞生》,管可秣译,世纪出版集团、上海人民出版社2013年版,第165~176页。

无法吸引和维系投资者,基本上也就失去了在私募基金行业长期执业或展业的能力。

如果私募基金管理人突破行为底线而受到行政处罚甚至承担刑事责任的话(这些都是公开信息),就意味着它已被确认违反了法律,实质也是确认其违背了商业道德和商业伦理,不堪信任——至少短期不堪信任,长期能否挽回声誉,就看该私募基金管理人能否付出更多艰辛和努力了——那么,审慎的投资者往往会撤资。这样,基金规模就会缩小,基金管理费收入也相应减少。同时,还会对该基金构成历史声誉“污点”,在下一次投资者投前尽职调查中会暴露出来,持续影响后续基金募集。“巧妇难为无米之炊”,如果投资者都选择撤资或者基金的再募集发生困难,那么私募基金管理人也就失去了经营之本,其最终结局只能是退出私募市场。这一后果是很多私募基金管理人所忌惮的。

### » 被记入诚信档案,持续负面影响未来经营

与声誉机制相关,中国证监会已建立全国统一的证券期货市场诚信档案数据库(以下简称诚信档案),记录证券期货市场的诚信信息。这就使负面的社会评价在相当时间内被固化,形成持续的负面影响。

根据中国证监会《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》的规定,非公开募集基金管理人及其主要投资管理工作人员的诚信信息将被记入诚信档案。诚信信息包括中国证监会及其派出机构作出的行政处罚、市场禁入决定和采取的监督管理措施,证券期货市场行业组织实施的纪律处分措施和法律、行政法规、规章规定的管理措施,因涉嫌证券期货违法被中国证监会及其派出机构调查及采取强制措施,因涉嫌证券期货犯罪被中国证监会及其派出机构移送公安机关、人民检察院处理,因涉嫌证券期货犯罪或其他犯罪被人民法院判处刑罚,因证券期货侵权、违约行为被人民法院判决承担较大民事赔偿责任等。关于违法失信信息,在诚信档案中的效力期限为3年,但因证券期货违法行为被行政处罚、市场禁入、刑事处罚和判决承担较大侵权、违约民事赔偿责任的信息,其效力期限为5年。该等效力期限,自对违法失信行为的处理决定执行完毕之日起算。在以上信息中,行政处罚、市场禁入信息以及证券期货市场行业组织实施的纪律处分措施和法律、行政法规、规章规定的管理措施,如在效力期限内的,还会依法向社会公开。中国证监会及其派出机构在后续审核相关市场主体的行政许可申请时,会查阅

申请人以及申请事项所涉及的有关当事人的诚信档案。对于非行政许可事项、业务创新试点的申请人,如有相关违法失信信息之一的,中国证监会及其派出机构也可以暂缓或不予审批、安排,除非申请人能证明该违法失信信息与非行政许可事项或业务创新明显无关。<sup>[1]</sup>

由此可见,一旦有负面信息被记入诚信档案,在未来3~5年乃至更长的时间期限内(因为3~5年是从违法失信行为的处理决定执行完毕之日起算),该等负面信息将难以被删除,这会使私募基金管理人失去很多业务机会。比如,《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第2号——委托第三方机构提供投资建议服务》就要求证券期货经营机构对拟聘请的第三方机构担任投资顾问前进行尽职调查,要求该第三方机构承诺经营期间无重大违法违规记录。如果私募基金管理人在诚信档案中存在重大违法违规记录,其就不宜作为第三方机构担任有关投资顾问。对于一些规模较小的私募基金管理人而言,业务持续受到负面影响将进一步影响其生存。

**» 高额罚款(罚金)<sup>[2]</sup>将构成私募基金管理人的直接损失,其也可能因此被压垮**

2017年以来,中国证监会加大了对证券违法行为的处罚力度,仅2017年上半年,罚没款就达到63.61亿元,较2016年同期增长149%。其中,鲜Y操纵“多伦股份”案罚没款超34亿元,唐HB跨境操纵“小商品城”案及唐HB、唐YZ等操纵“同花顺”等股票案罚没款合计超12亿元,JR管业等内幕交易“海润光伏”案罚没款均超1亿元。<sup>[3]</sup>

对私募基金管理人来说,如果其控制所管理的私募基金逾越行为底线,比如操控私募基金账户进行操纵市场行为,考虑到基金的规模因素,基金取得的违法收益将非常巨大(有可能在千万级)<sup>[4]</sup>。该等收益被认定为《证券法》上“违法

[1] 参见《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第7条第5项、第8条、第13条、第22条、第28条。需要说明的是,该暂行办法目前正在修订。

[2] 行政处罚称为“罚款”,如果是承担刑事责任,就称为“罚金”。

[3] 中国证监会:《2017年上半年证监会行政执法效能持续提升》,载中国证监会网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201706/t20170630\\_319422.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201706/t20170630_319422.html),最后访问时间:2017年7月1日。

[4] 比如在《中国证监会行政处罚决定书(2016)120号》案例中,被认定的违法所得为2000余万元。

所得”的话,罚款金额将继续放大1~5倍,这可能是私募基金管理人本身所不能承受的,一些私募管理公司将会因此破产。从时间上较近的一些操纵市场案件看,中国证监会已经采取了上述认定违法所得的标准(详见本书第3.6.2节),证券期货市场主体必须被重视。

另外,在行政处罚外,还需要考虑民事赔偿。如果叠加,可能更是私募基金管理人所不能承受之重。

### » 私募基金管理人工(直接当事人)会丧失自己的职业前程并可能影响实际生活

私募基金是由自然人管理并作出投资决策的。在不同案件中,依据一定的归责原则,突破行为底线的行为很可能被追责至直接负责的自然人员工,包括但不限于私募基金管理人的控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员、基金经理等,这会给其职业前程带来极为负面的影响,甚至丧失职业前程并影响实际生活。申言之,负面影响主要有:

一是被记入诚信档案。这和上述私募基金管理人的违法违规行及受到的行政处罚等被记入诚信档案一样,此外不再赘述。

二是被市场禁入。依据我国《证券法》第233条和中国证监会《证券市场禁入规定》,证券投资基金管理人(没有区分公募和私募)、证券投资基金托管人的董事、监事、高级管理人员及其内设业务部门、分支机构负责人或者其他证券投资基金从业人员,违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定,情节严重的,中国证监会可以根据情节严重的程度,对其采取证券市场禁入措施。构成犯罪的,或从事内幕交易、操纵市场等违法行为,严重扰乱证券、期货市场秩序并造成严重影响,或者获取违法所得等不当利益数额特别巨大,或者致使投资者利益遭受特别严重损害的,可以被终身市场禁入。被采取证券市场禁入措施的人员,在禁入期间内,除不得继续在原机构从事证券业务或者担任原上市公司、非上市公司董事、监事、高级管理人员职务外,也不得在其他任何机构中从事证券业务或者担任其他上市公司、非上市公司董事、监事、高级管理人员职务。被采取证券市场禁入措施的人员,应当在收到证券市场禁入决定后立即停止从事证券业务或者停止履行上市公司、非上市公司董事、监事、高级管理人员职务,并由其所在机构按规定的程序解除其被禁止担任的职务。此外,采取证券