

从两起市场操纵案例谈合规交易行为

崔 硕（中国国际石油化工联合有限责任公司，北京 100728）

摘要：近年来，美国商品期货交易委员会持续加强对市场交易行为的监管及执法。本文通过研究两起发生在石油行业的典型案例，并对美国商品交易法和 CFTC 规章中反市场操纵的规定进行法律解读，揭示遵守相关法律法规及规则、坚持依法合规交易的重要性，并对合规交易行为提出具体建议。

关键词：反市场操纵；石油行业；合规交易行为

近年来，美国商品期货交易委员会（CFTC）持续加强对市场交易行为的监管及执法。根据其发布的 2022 财年执法情况报告，在全年 82 起执法行动中，有 7 起与市场操纵、虚假报告和欺骗性交易相关。其中，嘉能可市场操纵案成为其执法以来最大的处罚案件，被处以 1.19 亿美元的高额罚款。早在 2007 年，CFTC 就曾处置了马拉松石油公司（以下简称马拉松）试图影响普氏评估价格的行为，这也是其处理的首个原油价格操纵案。

以上两起操纵案件对石油行业的合规交易行为具有很大的警示意义。对于处于石油行业的企业来说，必须遵守各类监管机构、交易所对反市场操纵行为的法律法规及规则，始终坚持善意真实的交易原则，规范交易行为，依法合规交易。

1 案件情况

1.1 马拉松市场操纵案

1.1.1 案情简介

马拉松位于美国俄亥俄州，炼油能力为 97 万桶/d。作为进口原油的净买家，马拉松每月有 730 万桶原油的实盘成交，以满足自身原料需求。2003 年，马拉松在买入 NYMEX WTI 原油合约的同时，在普氏交易窗口以低价卖出，压低普氏的 WTI 原油评估价格，以此降低实际原油采购成本。这一行为被指控涉嫌价格操纵，马拉松因此被处以 100 万美元的罚款。

1.1.2 案件分析

基于以下两项要件，CFTC 认定马拉松构成试图操纵：①马拉松有影响市场价格的意图；②马拉松采取了明显的行为来实现该意图。

本案中，马拉松交易员通过购买 NYMEX WTI 合约获取资源并以不合理的低价卖进普氏窗口，意图使普氏的评估价格下行，以便马拉松在现货市场以更低价采购原油。CFTC 认为，马拉松意图影响市场价格，在普氏窗口低价报价并出售 WTI 的行为符合成立试图

操纵的两项要件。一旦价格操纵成功，必将影响州际贸易中的 WTI 价格。

值得关注的是，本案的处罚决定书中除了揭示了认定试图操纵的两项要件外，还提供了重要的备注和注释，明确了对涉案方存在意图“推定式”的认定标准。以上内容有助于进一步把握监管执法标准和尺度，我们将在下文的法律解读部分作详细说明。

1.2 嘉能可市场操纵案

1.2.1 案情简介

嘉能可是全球重要的大宗商品交易商之一，每年交易实货油品量超过 10 亿桶。2022 年，CFTC 经周密调查，指控嘉能可在违反商品交易法及 CFTC 规章，操纵美国燃料油的普氏基准价，对参考基准价的实货、期货和掉期价格造成影响，获取不正当收益达到数亿美元。最终嘉能可支付 1 亿美元罚款。

1.2.2 案件分析

嘉能可熟知普氏基准价评估方法论。根据持有实货、衍生品头寸的方向，嘉能可通过窗口交易，使普氏价格评估朝着有利于自身的方向发展。通常，嘉能可在普氏窗口频繁报单来抬高买进报价或压低卖出报价，人为地影响普氏当日的评估价格。此外，嘉能可员工有时也会故意向普氏传达不完整或不准确的误导性信息，比如个人对市场情况及供需关系的看法，以影响当日价格评估。

例如在 2013 年，嘉能可签订了一项货物贸易协议，拟出售约 4 万公吨燃料油，以普氏 Los Angeles Bunker 基准价 5 月 28-30 日这 3 天评估价的平均值作为价格基准结算。为了推高价格基准，嘉能可交易员在此期间，频繁在普氏窗口提交买进报价，人为抬高了燃料油价格。在此影响下，这 3 天的普氏评估价平均值比交易初始价高 19 美元/公吨，嘉能可如愿在出售燃料油实货的交易中获利。

根据案件事实，CFTC 认定嘉能可：为了从实货

和美国衍生品头寸上获利，做出了操纵市场的交易行为；操纵或试图操纵价格；故意提供误导性信息以影响市场价格，判定其违反商品交易法及 CFTC 规章，对其施以处罚。

2 法律解读

市场操纵是一种古老而典型的违法行为，违法者通过利用现货、期货市场或者同时利用现货和期货市场上的支配性地位，向市场传达了错误的信息，人为制造价格。市场操纵行为的手段复杂而隐蔽，不但侵害市场投资者权益，还会破坏有效价格机制并扰乱市场秩序。

因此，各国向来注重对市场操纵行为的打击力度。为了进一步增强金融监管透明度，美国颁布《多德-弗兰克法案》，对商品交易法进行修订，进一步细化并完善反市场操纵法规，在打击市场操纵行为方面赋予 CFTC 更大的职权和行权范围。

目前，美国商品交易法中涉及市场操纵行为的主要条款如下：

6(c)(1) 规定，无论直接或是间接，对掉期、州际商品贸易合约、在注册机构（主要指交易所）或按其规则进行远期交割的商品合约使用或者试图使用任何操纵性、欺诈性手段，均属违法。^[1]

6(c)(1)(A) 规定，违法的操纵手段包括但不限于明知或以鲁莽轻率的态度自行或促使他人通过邮件、州际商品贸易或其他通信手段，传播错误的或具有误导性的或不准确的农作物报告，或市场信息或状况，而该等报告、信息或状况影响或易于影响州际商品贸易中任何商品的价格。^[2]

6(c)(3) 规定，直接或是间接，操纵或试图操纵掉期、州际贸易的商品、在注册机构（主要指交易所）或按其规则进行远期交割的商品价格，均属违法。^[3]

在此基础上，CFTC 规章制定了 180.1、180.2 条规定，将市场操纵的违法行为细化为价格操纵和欺诈型操纵。前者强调对价格的影响，后者强调欺诈性行为，相较于前者更关注违法者是否使用了包括操纵性和欺诈性手段、传播虚假信息在内的欺诈行为。

结合 CFTC 近年公开的执法案例认定，对以上条文进一步分析解读如下：

①在司法实践中，CFTC 一般以传统四要件作为判定依据，即 a. 被告存在影响市场价格的能力；b. 被告有特定的意图来制造或影响市场价格或价格走势，使其不能反映合理的供求关系；c. 存在人为价格；d. 被

告的行为导致了该人为价格的产生。但值得注意的是，CFTC 在判定市场操纵时，不以既遂为构成要件。即使操纵没有成功，违法者也会被认定为试图操纵并实施处罚。在对试图操纵的认定上，通常基于以下两项要件：a. 有影响市场价格的意图；b. 采取了明显的行为来实现该意图。在认定要件 a 时，关注涉案主体是否主观有意识、有目的地去人为制造或影响市场价格或价格走势，使其不能反映合理的供求关系。值得注意的是，此处降低了主观方面的认定标准，只要能合理推断出涉案方有意创造人为价格即认定其存在意图，这大大增强了 CFTC 在执法实践中的自由裁量度，提高了其执法的灵活性。要件 b 重点在于明显的行为。比如，为了影响价格，故意支付高于他本应支付的价格购买，或者反之，故意以不合理的低价销售，那么这种行为即构成明显的行为。在前文介绍的马拉松市场操纵案中，马拉松刻意从交易所买入原油期货合约再在普氏交易窗口卖出的行为，也构成明显的行为；

②在管辖方面，除了交易参与者所在地的属人管辖和交易所在地的属地管辖，还通过交易品种建立法律上的管辖连接点。例如，部分美国油种的实货及衍生品交易采用普氏等机构的评估价格作为基准。根据美国商品交易法，人为影响此类机构评估价格的行为将被视为影响美国境内品种的交易价格而被列入管辖；

③严禁传播错误的或具有误导性的或不准确的信息。例如，在持有多头头寸情况下，散播误导性的积极信息，以提升价格；或在持有空头头寸情况下，散播误导性的消极信息，以降低价格。值得注意的是，该项规定的主观要件不仅包括明知，还包括以鲁莽轻率的态度对待。这就表明，在任何情况下，都不能不顾后果、轻率地随意评论市场；

④如果涉案方在期纸货市场已布置大量盘位，通过不当影响基准价，从而让自己在这些盘位中获利，则会极大地增加被认定为操纵市场的风险。例如在嘉能可案中，交易员埋伏大量看跌盘位后，通过压低基准价而获得不当盈利。

3 启示与建议

能源类大宗商品具有国际化属性，实货及衍生品业务涉及多个国家及地区的市场，易形成多重法律管辖。中国证监会、美国 CFTC、英国 FCA 在内的监管机构会依据法规进行执法，各大交易所也会根据各自颁布的规则对交易行为进行规范，打击和处罚各类可

能形成的市场操纵和不正当的交易行为。

从石油行业的主要交易所适用的法律法规看，洲际石油交易所主要适用《金融服务和市场法》、《市场滥用条例》、《欧洲市场基础规则》、《欧洲金融工具市场指令》等（英国脱欧后，以上法律继续在英国适用）；芝加哥商品交易所（CME）主要适用《证券交易法》、《商品交易法》、以及《多德-弗兰克法案》等；上海能源交易中心（INE）适用中国法律法规，主要包括《期货和衍生品法》、《期货交易管理条例》，以及INE的规则，如《INE交易规则》、《INE交易细则》、《INE结算细则》、《INE交割细则》、《INE违规处理实施细则》、《INE异常交易行为管理细则》等。

从监管机构的执法方向和力度方面看，FCA发布的2022-2025年计划书中指出，FCA将重点在大数据分析 and 情报采集方面投入精力，以增强其监控市场，识别和跟踪非法行为的能力。作为中国证券及期货行业的主要监管主体，中国证监会也加大了对违法违规行为的查处力度。根据其对2022年案件办理情况的通报，全年办理内幕交易案件170件，操纵市场案件78件。下一步，中国证监会稽查部门将依法从严打击各类证券期货违法活动，加大违法成本，强化执法震慑。

从以上监管法规和执法动态我们可以看出，石油行业的交易人员必须加强对各国相关法律法规和各大交易所规则的研究和理解，关注监管动态，积极参加各类培训与教育，保持与公司法律合规人员的密切沟通，在交易前充分识别监管要点，对交易策略提前做好合规研判，全程做到“不合规不交易”。

首先，交易人员必须从根本上认识到市场操纵行为涉及的合规风险。对于公司而言，市场操纵行为可能被监管部门施以巨额罚款、禁止商业活动、合规整顿、停业甚至关闭等处罚。对于个人而言，交易人员本人也将涉及民事责任和刑事责任，严重影响其职业前途。

其次，交易人员必须树立合规意识，在工作中保持严谨负责的态度，时刻注意以实现善意的商业目的作为原则进行交易。商业逻辑的合理性和正当性是监管机构、公司合规部门判断合规与否的分界线。交易人员应坚持公平善意的交易原则，根据真实的贸易背景制定正当合理的交易策略，并在交易中自始至终贯彻落实该策略；不得故意或试图人为控制价格（包括

现货价格、期货价格、掉期等衍生品价格、基准价），不得采取虚假报单、逼仓、洗售、发布虚假信息等欺骗性手段来影响市场价格。在交易过程中，应始终保持与交易所合规部门的密切沟通，按规则要求的门槛，及时、主动履行持仓报告义务，回复和澄清交易的商业逻辑，过程始终公开、透明。

此外，交易人员还应时刻注意规范自身交易行为，在行事之前，既要考虑自身行为的合法性，也要考虑该行为将如何被监管者或其他第三方解读，具体可以注意以下几点行为规范：

①在对外沟通中，不应做任何可能会被解读为主观上希望市场应走高或走低的陈述，更不应向指数发布机构（如普氏）报告任何不存在的交易、虚假或有误导性价格和数量的数据，或公开发表相关市场的虚假信息。在使用邮件或通讯软件时，还应规范交易用语，禁止使用逼仓、挟仓、挤仓、操纵等词语并避免使用与之意义产生混淆的词语而被误认为操纵价格；

②为了避免存在共谋的嫌疑，如果交易人员已经知道第三方存在欺诈或试图操纵市场的行为，必须避免向其提供任何协助；

③谨慎操作临近计价窗口和收盘期的交易，避免被误认为意图影响基准价或收盘价格；

④准确记录成交信息、执行信息、收付信息以及其他交易信息，并及时进行核对和确认。此外，还须做好工作邮件以及交易执行相关证据性文件资料的保管及归档工作，以留存备查；

⑤如果面对交易所和市场监管机构的问询，应根据既定交易策略准确、真实作答。回复内容应当简洁明了，控制在合理范围内；对超出合理范围的问询事项，明确告知其不予提供。不确定答案时，须咨询合规部门后再作答；

⑥对于来自交易对手、银行的合规问询，回复意见请风控、财务、法律合规等相关部门审核后再提供。

参考文献：

- [1] LII Legal Information Institute. 7 U.S.C. § 9(1)[DB/OL].
- [2] LII Legal Information Institute. 7 U.S.C. § 9(1)(A)[DB/OL].
- [3] LII Legal Information Institute. 7 U.S.C. § 9(3)[DB/OL].

作者简介：

崔硕（1990-），女，汉族，河北省唐山人，中级经济师，硕士研究生，中国国际石油化工联合有限责任公司，研究方向：法律合规管理。